

分类号 _____
U D C _____

密级 _____
编号 10741

兰州财经大学

LANZHOU UNIVERSITY OF FINANCE AND ECONOMICS

硕士学位论文

论文题目 “三重一大”集体决策

对国有企业风险承担水平影响的实证研究

研究生姓名：孙雪霞

指导教师姓名、职称：南星恒 教授

学科、专业名称：会计学

研究方向：管理会计理论与方法

提交日期：2021年5月30日

独创性声明

本人声明所提交的论文是我个人在导师指导下进行的研究工作及取得的研究成果。尽我所知，除了文中特别加以标注和致谢的地方外，论文中不包含其他人已经发表或撰写过的研究成果。与我一同工作的同志对本研究所做的任何贡献均已在论文中作了明确的说明并表示了谢意。

学位论文作者签名： 孙雪霞 签字日期： 2021.6.2

导师签名： 杨恒恒 签字日期： 2021.6.8

关于论文使用授权的说明

本人完全了解学校关于保留、使用学位论文的各项规定， 同意（选择“同意”/“不同意”）以下事项：

1. 学校有权保留本论文的复印件和磁盘，允许论文被查阅和借阅，可以采用影印、缩印或扫描等复制手段保存、汇编学位论文；

2. 学校有权将本人的学位论文提交至清华大学“中国学术期刊（光盘版）电子杂志社”用于出版和编入 CNKI《中国知识资源总库》或其他同类数据库，传播本学位论文的全部或部分内容。

学位论文作者签名： 孙雪霞 签字日期： 2021.6.2

导师签名： 杨恒恒 签字日期： 2021.6.8

**Empirical Research on the influence of
The “Three Majors and One Big” collective
decision-making system on the risk bearing
level of State-owned enterprises**

Candidate: Nan Xingheng

Supervisor: Sun Xuexia

摘 要

“产权论”和“竞争论”是理论界关于国企效率低下问题的两大观点，其不同点在于，“产权论”是由于代理问题引起经理人的权力寻租，而“竞争论”是由于预算软约束这一天然屏障引发经理人的道德风险问题，但归根结底均表现为经营者的决策失误，由此导致国有企业经营不善、效率低下。2010 中央政府专门针对国有企业印发关于企业内部“重”“大”事项的决策意见，通过对国有企业相关事项的决策原则及程序进行规定，将国有企业内部重大事项的决策程序化和制度化以及国企领导的决策行为规范化，是国有企业加强监督管理以及建立并完善治理结构的重要举措。《意见》颁布实施 10 年以来，主要探讨该《意见》的实施功能并对其进行相应的政策分析，仅少数学者实证检验集体决策意见的经济后果。风险承担是企业投资决策的重要环节之一，因此从企业风险承担角度出发，实证检验“三重一大”集体决策意见的实施效果。

本文采用沪深 A 股上市公司的数据，以 2007-2016 年为样本观测区间，构建政策效应评估模型 (DID)，从风险承担的角度出发，实证检验集体决策意见的颁布实施对国有企业是否具有治理效应，试图评价其实施效果。研究发现，“三重一大”集体决策意见的实施能在短期内显著提高国有企业风险承担水平，但其对国有企业风险承担水平的治理效应在长期内存在减弱迹象。进一步研究发现，不同的内外部治理环境下，《意见》实施的治理效应不同，具体来说，《意见》实施的治理效应在治理环境较差企业的增量效应更明显，而在治理环境较好企业的增量作用不明显，《意见》实施的治理效应与企业的内外部治理存在一定的替代效应。

本文的研究从理论层面来说，不仅为“三重一大”集体决策制度的实施效果提供经验证据，也丰富了企业风险承担影响因素的研究；从实践层面来说，为国企进一步贯彻落实“决策意见”提供参考依据和改进方向，同时从完善决策机制视角为国企深化改革提供新的路径。

关键词：“三重一大” 集体决策 企业风险承担 国企改革

Abstract

The two major viewpoints about the inefficiency of state-owned industries in the theoretical circle are the theory of property rights and the theory of competition. The difference lies in that "property right theory" is the manager's power rent-seeking caused by agency problem, while "competition theory" is the manager's moral hazard caused by the natural barrier of soft budget constraint. But in the final analysis, both of them are the managers' decision-making mistakes, which leads to the firms are not well managed and inefficient. In 2010, the central government specially issued the decision-making opinions on Further Promoting the Implementation of the "major" and the "big" matters within the state-owned industries. By stipulating the principles and procedures for the decision-making of the "major" and the "big" matters of that firms, the central government made the decision-making procedure and institutionalization and standardized the decision-making behavior of the leaders, which is the key to strengthen the supervision and management of the corporations as well as to establish and to improve the governance structure. Since the promulgation and implementation of the opinions for nearly 10 years, this paper mainly discusses the implementation function of the opinions and the function of this policy. Few scholars empirically test the economic consequences of decision-making opinions. Risk taking

is one of the important links in enterprise investment decision-making. Therefore, from the perspective of enterprise risk taking, this paper empirically tests the implementation effect of "three majors and one big" collective decision-making opinions.

This paper takes Shanghai and Shenzhen A-share listed companies from 2007 to 2016 as the object, constructs a double difference model, empirically tests whether the promulgation and implementation of collective decision-making opinions has governance effect on state-owned enterprises from the perspective of risk-taking, and tries to evaluate its implementation effect. It is found that the implementation of "three majors and one big" collective decision-making opinions can significantly improve the risk-taking level of state-owned enterprises in the short term, but its governance effect on the risk-taking level of state-owned enterprises show signs of weakening in the long run. Further research finds that the governance effect of the implementation of the opinions is different under different internal and external governance environments. Specifically, the incremental effect of the implementation of the opinions is more obvious in the enterprises with poor governance environment, while the incremental effect is not obvious in the enterprises with better governance environment. There is a certain substitution effect between the governance effect of the implementation of the opinions and the internal and external governance of the

enterprises .

From the theoretical level, this paper not only provides empirical evidence for the implementation effect of the collective decision-making system on the "three majors and one big", but also enriches the research on the influencing factors of enterprise risk-taking; from a practical perspective, it provides reference basis and improvement direction for the further implementation of "decision-making opinions" by state-owned enterprises, and provides new ways for the deepening reforms of state-owned enterprises.

Keywords: "Three Majors and One Big" ; Collective Decision-making System; Enterprise risk taking; Soes reform

目 录

1 绪论	1
1.1 研究背景	1
1.2 研究意义	2
1.2.1 理论意义	3
1.2.2 实践意义	3
1.3 研究内容及框架	4
1.4 研究方法	6
1.5 创新之处	6
2 研究综述	7
2.1 集体决策的研究综述	7
2.1.1 国外研究综述	7
2.1.2 国内研究综述	8
2.2 企业风险承担影响因素的研究综述	10
2.2.1 社会层面	10
2.2.2 企业层面	12
2.2.3 个体层面	17
2.3 文献述评	18
3 理论分析与研究假设	20
3.1 制度背景	20
3.2 概念界定	22
3.2.1 “三重一大”集体决策制度	22
3.2.2 企业风险承担	22
3.2 理论分析及假设提出	23
4 研究设计	25
4.1 样本选择和数据来源	25
4.2 变量定义	25
4.2.1 被解释变量	25

4.2.2 解释变量	26
4.2.3 控制变量	26
4.3 模型设计	28
5 实证检验与分析	29
5.1 描述性统计分析	29
5.2 相关性分析	30
5.3 回归分析	32
5.4 进一步分析	33
5.4.1 政策实施效果的持续性分析	33
5.4.2 不同治理环境下政策实施效果分析	36
5.5 稳健性检验	41
5.5.1 平衡趋势检验	41
5.5.2 安慰剂检验	42
5.5.3 剔除政策当期样本	43
5.5.4 剔除央企样本	44
5.5.5 条件双重差分	45
6 研究结论、启示与展望	47
6.1 研究结论与启示	47
6.2 研究不足和展望	47
参考文献	49
后 记	58

1 绪论

1.1 研究背景

国有企业是我国国民经济的重要支柱，所以在保证国有股东控制权不变的情况下，提高其经营效率、确保国有资产保值增值是我国经济发展的重要保障（汤泰劼等，2020）。长期以来，国有企业效率低下问题已成共识，学术界关于效率低下原因的探讨主要集中于两方面：一是由所有者虚位引发的代理问题所致，二是由不公平竞争条件下的预算软约束所致，虽然学者已从产权化和市场化角度出发论证国有企业改革的成效，但均未达成一致。不管是代理问题所致还是预算软约束所致，其根源在于经营者的决策失误（李万利等，2019）。因此，国有企业决策程序的规范和决策环境的改善，对于国企绩效的提升和效率的改善具有重要作用。

在企业制度不断建设和完善的过程中，决策成为企业经营管理的重要环节，重大问题决策更是关乎企业未来发展（王翔，2014）。2010年中央政府专门针对国有企业印发关于企业内部“重”“大”事项的决策意见，规定“重”“大”事项依照集体决策原则^①。该《意见》通过对国有企业相关事项决策的原则及程序进行规定，将国有企业内部重大事项的决策程序化和制度化以及国企领导的决策行为规范化，对于国有企业治理结构的完善、决策水平的提高以及国有企业的改革深化具有非常重要的指导意义。

从近几年的中央政府相关文件可知（详细政策文件如图 1.1 所示），决策机制的完善逐步上升到法律高度，并且在政策文件中不断细化和规范决策程序，这就说明决策机制的完善在国有企业改革以及国家治理中发挥极其重要的作用。

“三重一大”集体决策意见颁布实施近 10 年，关于决策意见的研究主要探讨决策意见实施的功能以及对其进行相应的政策分析，少有学者实证检验决策意见的经济后果。当前阶段“三重一大”集体决策对国有企业产生了哪些影响？是非常

^① 2010年7月，中共中央办公厅、国务院办公厅印发《关于进一步推进国有企业贯彻落实“三重一大”决策制度的意见》。《意见》明确规定：凡属重大决策、重要人事任免、重大项目安排和大额度资金运作（简称“三重一大”）事项必须由领导班子集体作出决定。

必要且值得研究的问题。

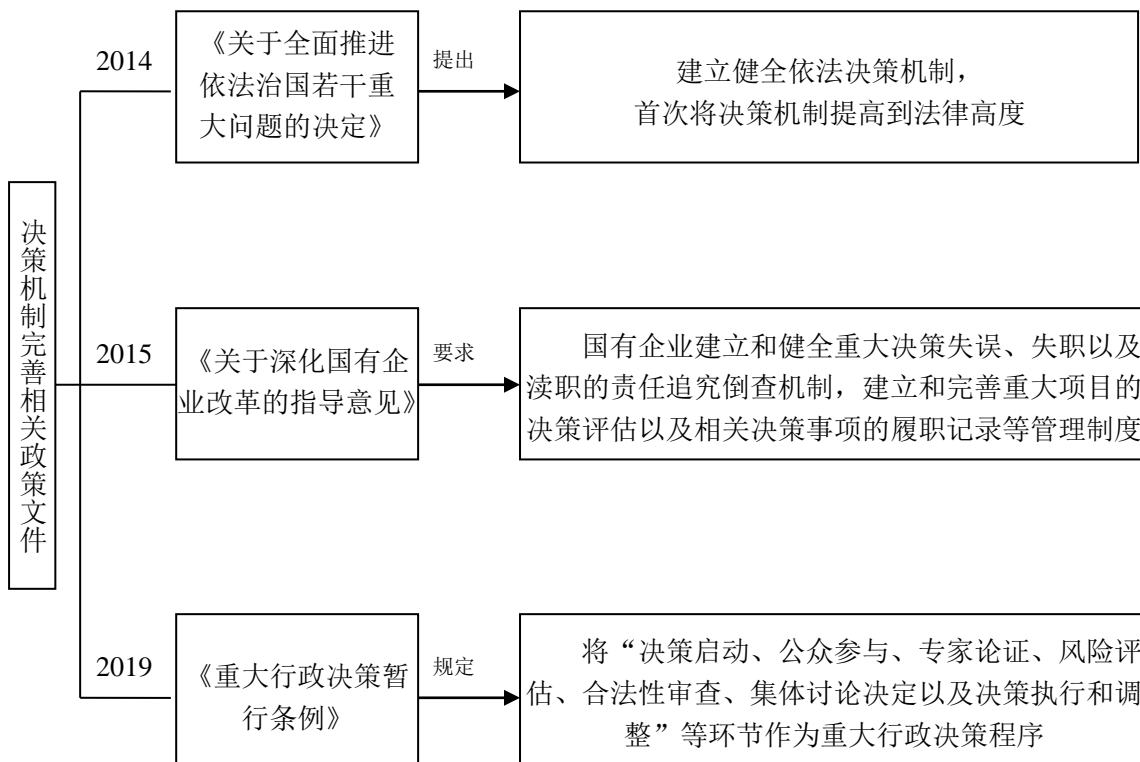


图 1.1 决策机制完善相关政策文件

企业风险承担是企业在进行决策时的行为偏好和对风险的态度，表现为企业为了获得高额利润在决策时对未来不确定损失的接受程度（王菁华等，2019）。积极承担风险对于企业的成长乃至国家经济的发展均不可或缺（苏坤，2017）。长期以来，由于国有企业治理机制不完善，难以对国有企业高管进行有效监督和激励，管理层的自利动机尤为明显，这在一定程度上弱化了决策者的风险偏好，风险承担水平明显偏低（王英美等，2019）。那么，国有企业内部决策机制的完善能否改善国有企业决策时的风险规避倾向？基于此，本文以“三重一大”这一政策文件为基础，采用合理的计量方法，通过对政策颁布前后的相关数据进行对比，从风险承担角度，实证检验“三重一大”集体决策的实施效果。

1.2 研究意义

本文以国有企业内部决策制度的完善为基础，从企业风险承担角度研究国有企业内部决策制度的完善，是否能够改善国有企业效率低下问题，在理论层面和

实践层面均具有极为重要的作用。

1.2.1 理论意义

第一，为国有企业集体决策意见颁布实施的经济后果提供经验证据。《意见》实施以来，主要在理论上讨论其功能和实施的现状、原因及相应的对策建议，仅李万利等（2019）实证检验其对国有企业绩效以及投资效率的影响，为《意见》实施效果提供经验证据。本文以“三重一大”集体决策制度为基础，构建政策效果评价模型，通过《意见》实施前后相关数据进行对比，从企业风险承担视角检验“三重一大”集体决策制度的实施效果，为《意见》的实施效果提供新的实证证据，丰富“三重一大”集体决策的研究成果。

第二，丰富了企业风险承担影响因素的研究。就目前来看，已有学者主要从社会、企业和个体三个方面研究对企业风险承担的影响，主要包括经济发展水平、宏观政策、制度因素、企业发展状况、公司治理以及管理层个人的生理差异、心理差异、教育程度和自身经历等因素的影响，目前关于国企改革仅分析民营化、混合所有制改革、EVA 业绩评价以及国家腐败治理对风险承担的影响，尚未有学者从完善国企内部决策机制入手来分析，本文以“三重一大”决策制度意见为基础，研究国有企业决策制度的完善对国有企业风险承担的影响。

1.2.2 实践意义

为进一步推进和深化国有企业改革具有重要的政策含义。国企高管的“慵懒怠”严重影响国有企业的经济效益，阻碍国家治理能力现代化以及全面深化改革的顺利推进。该《意见》的颁布实施，通过对国有企业相关事项决策的原则及程序进行规定，将国有企业内部重大事项的决策程序化和制度化以及国企领导的决策行为规范化，对于国有企业治理结构的完善、决策水平的提高以及国有企业的改革深化具有非常重要的指导意义。本文对《意见》实施效果的实证检验，不仅为国有企业进一步贯彻落实该《意见》提供经验支撑，同时为国企改革的深入推进提供可参考依据。

1.3 研究内容及框架

本文基于对现有文献的阅读、归纳及整理，结合我国国有企业效率低下的背景以及提出本文的研究主题：分析国有企业内部决策制度的完善对于企业风险承担水平的影响。

全篇共六章，结构安排如图 1.2 所示，具体内容如下：

第一部分：绪论。本部分首先针对我国国有企业效率低下根源、政府对国有企业内部决策制度的完善以及国有企业风险承担现状进行详细的描述，指出本文的研究主题：“三重一大”集体决策对国有企业风险承担的影响，从理论和现实两方面阐述本文研究的意义，并对本文结构安排和内容进行说明，对本文所用的研究方法予以介绍，对本文创新点予以概述。

第二部分：文献综述。本部分主要归纳总结国内外对于集体决策研究的相关文献以及风险承担影响因素研究的相关文献，整理已有研究所涉及的视角，探寻尚未涉及的视角，分析本文研究的增量贡献，同时也为本文的研究提供充分的论据。

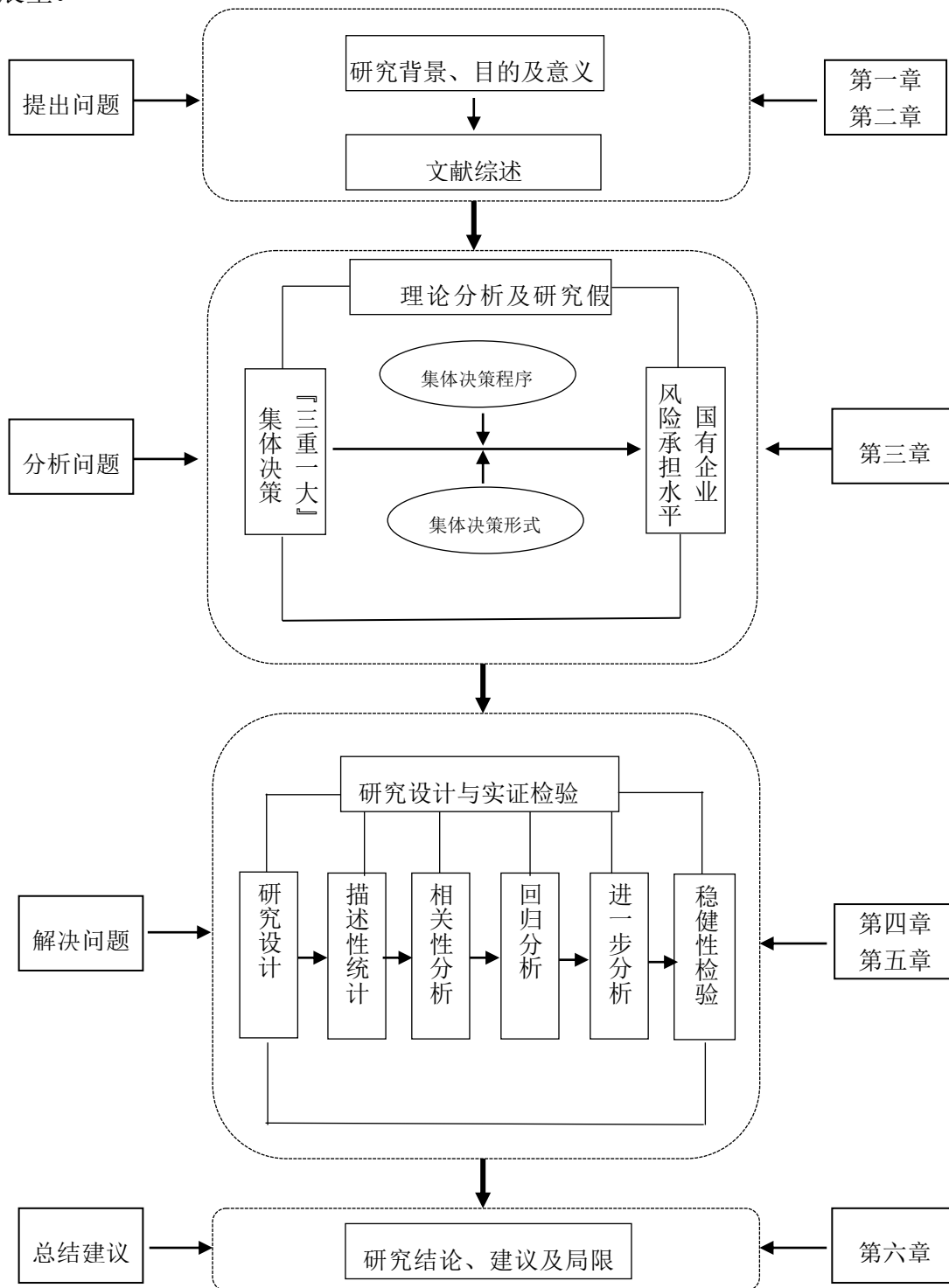
第三部分：理论分析与研究假设。本部分首先整理并分析国有企业“三重一大”集体决策制度颁布的背景，了解政策颁布的原因；其次，对本文涉及的“‘三重一大’集体决策”以及“企业风险承担”进行概念界定；最后从《意见》实施程序和形式方面，结合相应的决策理论和已有学者的研究，综合考虑，本文提出两个竞争性假设。

第四部分：研究设计。本部分首先介绍本文研究对象、样本选择区间、研究数据的来源以及对样本进行的初步筛选和处理；其次对本文所涉及的被解释变量（企业风险承担）的选取和计算、解释变量（“三重一大”集体决策）的度量、控制变量的选取依据以及变量定义进行详细介绍；最后结合已有研究以及本文研究主题构建相应的检验模型。

第五部分：实证检验与分析。本部分首先对本文所涉及各类变量的进行描述性统计；其次，进行相关性检验，排除共线性对结果的影响；再次根据所建模型进行回归检验，证明理论假设的推理；之后在进一步分析中分析此政策冲击的持续性以及其在不同治理环境下的治理效应；最后，通过平衡趋势检验、安慰剂检验、条件双重差分证明研究结果的稳健性，并且剔除政策实施当年样本（避免

政策实施当年的影响)以及央企样本(避免EVA业绩考核的影响)再次对本文研究进行验证。

第六部分:总结与展望。本部分首先总结本文研究结论,并结合集体决策在国有企业的落实情况以及国企改革发展情况提出对策建议,最后总结不足、提出展望。



1.4 研究方法

为保证结论科学有效，本文主要采用实证研究法，结合相关理论提出研究假设、选取研究对象的度量指标以及构建双重差分模型分析国有企业内部决策机制的完善是否影响其风险承担水平。CSMAR 数据库为本文的研究提供相关的财务数据，Excel.2019 和 Stata15 协助本文进行数据处理和分析。

1.5 创新之处

文章创新之处在于：

（1）现有学者对集体决策意见的分析大多停留在理论层面，对于决策意见的实证研究也仅从投资效率和企业绩效方面进行分析，本文创新性地从风险承担的角度出发，进一步检验该《意见》的实施效果。

（2）关于风险承担因素的研究大多都是从社会环境、内外部治理机制以及高管背景和激励等分析，本文创新性从完善内部决策角度出发，分析是否能够通过改善决策形式和决策程序方面来改善国有企业风险承担不足的现状。

2 研究综述

2.1 集体决策的研究综述

2.1.1 国外研究综述

国外关于集体决策的研究主要集中于影响因素、决策方法以及决策过程三个方面。

(1) 影响因素：决策者成长于不同的社会环境和社会阅历，其所在社会网络之间的信任关系（Wu J 等，2016）影响群体决策的结果，并且在所处社会环境的影响下，形成各自不同的思维方式和认知水平，以决策时的行为偏好予以表现，将导致决策方案的偏差（He Y 等，2016）。除此之外，群体中各成员意见的发表基于自身知识背景和知识水平对决策项目的判断，其专业知识影响决策项目的判断能力（Xu Y 等，2016）。

(2) 决策方法：由于群体中个体差异以及群体规模的增大，群体决策也趋向复杂化。对此，国外学者进行大量研究，旨在解决群体决策的一致性、决策中信息模糊问题以及大规模群体决策问题，如：Aguaron J 等（2016）构建适用于本地语境的群体决策模型来探寻群体决策的一致性，Yue Z（2013）通过构建权重指标体系来解决群体决策中的一致性；为了解决信息模糊问题，S.Nazari-Shirkouhi 等（2011）采用实证方法进行评估，并选择恰当的信息系统；当群体规模较大时，决策的一致性更难解决，为此，Palomares I 等（2014）通过共识模型，检测并管理群体中个体的不合作行为，进而管理和优化大规模群体一致意见的达成过程。

(3) 决策过程：相比于个体决策，集体决策时间跨度大、过程复杂，不仅要在备选方案中选择最优方案并且还需要将最终方案的选择在各专家之间达成一致，即包括共识和选择过程（Herreraviedma E 等，2007）。关于决策过程的优化，Tam M C Y 等（2001）基于职能岗位的不同投入成本评估和判断各项决策的优先顺序。

2.1.2 国内研究综述

国内集体决策的研究主要从理论上探讨集体决策实施功能作用以及分析其实施以来的落实情况。

(1) 政策实施的必要性:《意见》要求“重”“大”项目由管理层集体决策、重大投资决策由党委会提出前置意见,充分发挥管理人员聪明才智(王晓红等,2009)、增强对企业高管的自我监督和组织监督(王萍,2014;左燕,2017),从而加强国企治理结构建设(王晓红等,2009;王萍,2014;任得永,2016;左燕,2017),避免因个体有限理性造成的决策失误以及因“一言堂”等造成的贪腐行为(杨卫红,2015),促进高管人员的廉洁自律(杨卫红,2015),提高国企决策的能力、质量和效率(任得永,2016),进而提高国有企业经营管理(王萍,2014;左燕,2017)并推进国企改革(王晓红等,2009)。

(2) 政策实施现状及原因:自古以来,由于我国“尊官文化”的传统思想根深蒂固,加之企业领导学习意识薄弱、监督不强、追责不力以及“三重一大”事项界定不清晰(范清勇,2008;任得永,2016),使得“三重一大”集体决策制度在落实过程中存在权限不明、职责不清、操作不到位、追责不完善等问题(陈小龙,2009;朱华庆,2010;任得永,2014),不少学者针对存在的问题提出相应的应对之策。

(3) 政策应用情况:也有不少学者从学校(张玉伟,2009)、党政机关(熊项斌,2011)、医院(马兰艳等,2014)等组织主体出发调查分析“三重一大”集体决策意见的实施应用情况,但均限于理论层面的分析,近几年,学者开始采用实证研究方法力求为集体决策意见的实施效果提供更为准确的经验证据,如:童若思(2018)采用调查问卷法了解所供职的国企及子公司关于“三重一大”事项集体决策落实情况,并且从民主性、可持续性、有效性以及满意度这四个方构建评价体系,并对《意见》实施效果予以评价,发现从这四个方来看,《意见》的实施效果并不尽如人意,仍有待改进;李万利等(2019)采用双重差分方法,分别从内部控制视角和投资视角进行实证检验,证明“三重一大”集体决策通过改善国有企业内部控制质量和企业并购绩效提高国有企业绩效以及能够抑制国有企业过度投资从而提高决策效率。

表 2.1. 国内外关于集体决策的研究

研究内容		观点	代表性文献
国外关于集体决策研究	影响因素	社会网络中的信任关系	Wu J 等 (2016)
		个人偏好	He Y 等 (2016)
		专业知识	Xu Y 等 (2016)
	决策方法	一致性问题解决方法 (构建群体决策模型、权重指标体系)	Aguaron J 等 (2016)、 YueZ (2013)
		信息模糊问题解决方法 (实证评估)	S.Nazari-Shirkouhi 等 (2011)
		大规模群体决策问题解决方法 (构建共识模型)	Palomares I 等 (2014)
研究过程	包括共识和选择过程	Herreravidma E 等 (2007)	
	通过职能岗位投入成本的不同	Tam M C Y 等 (2001)	
国内关于『三重一大』集体决策的研究	必要性	充分发挥领导班子成员的智慧， 推进国企改革	王晓红等 (2009)
		加强领导班子自我监督和组织监督、提高经营管理	王萍 (2014)、左燕 (2017)
		避免贪腐，促进廉洁，提高决策能力、质量和效率	杨卫红 (2015)
	实施现状及原因	原因 (‘官本位’思想严重、学习意识薄弱、监督不强、追责不力、事项界定不清)	范清勇 (2008)、任得永 (2016)
		现状 (权限不明、职责不清、操作不到位、追责不完善)	陈小龙 (2009)、朱华庆 (2010)、任得永 (2014)
	政策应用情况	从学校、党政机关、医院等组织主体调查分析集体决策的应用情况	张玉伟 (2009)、熊项斌 (2011)、马兰艳等 (2014)
采用实证研究方法，构建双重差分模型，检验分析集体决策提高国企绩效、投资效率		李万利等 (2019)	

2.2 企业风险承担影响因素的研究综述

在完备的资本市场中，为实现股东财富最大化，管理者应选择所有预期净现值为正的投资项目（余明桂等，2013；王菁华等，2015），但是这仅仅是一种理想状态，现实经济环境中并无法完全实现，必然受到复杂因素的影响。

2.2.1 社会层面

从社会层面来看，企业的经营发展依存于社会环境而进行，经济发展水平、相应的宏观经济政策以及制度环境均会影响企业的风险承担水平。

首先，经济发展水平的影响。企业的运行依赖于社会经济环境，其经营决策与宏观经济息息相关。当经济繁荣时，经济增长预期显著较高，企业越容易获得较高的外部资本，导致企业投资水平提高；而当经济衰退时，由于信贷收缩等，企业从外部获得资本较为困难，融资成本相应增加，投资决策更倾向于保守（Mclean 等，2014）。同时，经济政策的不稳定能够使得企业识别并捕捉不确定所蕴藏的潜在机遇，并且加大对“机遇”的投资（王菁华等，2019），从而提高企业的风险承担水平。除此之外，由于全球银行体系对金融环境的影响，相应地影响企业的风险投资，当全球流动性较强时，贷款利率较低、融资成本下降，企业风险投资增加（Bruno 等，2014）。

其次，宏观经济政策的影响。政策是宏观经济干预的手段，政策的变化必然冲击微观经济主体并影响其决策行为（张前程等，2016）。货币供给受货币政策的直接影响，当该政策由“松”变“紧”时，企业融得资金的可能性降低且成本增加，从而会减少风险性项目的投资（胡育蓉等，2014；林朝颖等，2014；王倩，2019）；并且扩张的货币政策随着投资者情绪的高涨，进而加大对高风险高收益项目的投资（张前程等，2016）。产业政策同样影响微观企业的决策行为，政府通过对企业提供补助、信贷支持（吴倩等，2019；张娆等，2019）以及税收优惠（吴倩等，2019）等方式，增加特定企业的可支配资源，提供企业风险投资所需资源，解决因资源受限导致的风险承担不足问题；不仅如此，产业政策也可能导致管理者过于相信自己对资源的配置，从而选择较为偏激的方案（毕晓芳等，

2015)。另外，高企资质认证政策^①也是通过为高新技术企业提供无偿资金转移（如：税收优惠和政府补贴）以及提高融资的可得性，鼓励企业创新并提高内源融资能力，进而提高高新技术企业的风险承担水平（邱洋冬等，2020）。

最后，制度因素的影响。（1）从正式制度层面来看，投资者保护和债权人保护为企业的利益相关者提供保障。良好的投资者保护能够约束管理层的自利行为，从而降低企业非效率投资的可能，同时为银行等机构提供隐性保护愿意为其提供贷款等资源，从而缓解因资源不足造成的投资保守（John 等，2008）；债券契约是债权人的保护屏障，债券契约严格意味着企业融资成本的增加，由此，企业会减少融资，进而减少投资，降低企业风险承担水平（Acharya 等，2009）。（2）从非正式制度层面来看，“文化”和“关系”作为非正式制度，同样也对企业风险决策产生影响。文化作为一种特殊制度，既可以影响个人的行为偏好来影响风险决策，也可以通过对其他正式制度的影响进而影响个人的决策（Li 等，2013），在较为保守的文化背景下，企业对风险投资也持相对保守的态度（Hilary 等，2009），比如：在我国尊崇中庸之道的文化背景下，宗教文化降低企业对风险的接受程度（何鑫萍等，2017）；而在我国重商文化的影响下，企业对风险有更高的容忍度，更易进行冒险活动，高风险但高收益项目的被选率大大提高（苏坤，2017）；此外，合资企业作为融合多文化的特殊经济组织，受异地文化差异的限制，高风险项目的投资成本更大，更倾向于采取保守策略（赵龙凯等，2014）。在典型的“关系型”社会背景下，社会网络能够为企业提供投融资资源以及销售资源，满足企业不同发展阶段的资源需求，从而提升企业风险承担能力且在市场化程度低或高管激励程度大或投资机会充分的背景下，社会网络的配置效应更甚（张敏等，2015）；在“关系型”社会中，CEO 会联结属于自己的社会网络，形成不同的社会资本，而产生不同的资源配置效应，其中金融、商业、声誉以及海外社会资本的资源配置效应更明显，而制度、协会、校友以及技术社会资本的影响作用甚微（赵丽娟等，2019）。

^① 高企资质认证政策是指：2008 年，由科技部、财政部、国家税务总局联合颁布了《高新技术企业认定管理办法》，试图通过产业政策鼓励与刺激企业增加研发创新投入。

表 2.2.1 基于社会层面企业风险承担的影响因素

影响因素		观点	代表性文献
经济发展水平	宏观经济水平	经济繁荣，投资更激进，反之保守	Meclean 等（2014）
	经济政策不确定	经济政策的不稳定提供更多机遇	王菁华等（2019）
	全球银行体系	全球流动性强，风险投资增加	Bruno 等（2014）
宏观政策	货币政策	宽松的货币政策转为紧缩时，风险承担所需资源受限	胡育蓉等（2014）；王倩等（2019）
		货币政策的扩张随投资者情绪的高涨而使风险决策更激进	张前程等（2016）
	产业政策	产业政策解决风险投资资源受限困难	毕晓芳等（2015）；吴倩等（2019）；张娆等（2019）；邱洋冬等（2020）
制度因素	正式制度	投资者保护降低有效投资且缓解资金来源不足造成的投资保护	John 等（2008）
		债权人保护降低企业融资积极性，减少风险投资资源	Acharya 等（2009）
	非正式制度	保守文化背景下，风险投资相对保守（如：宗教文化影响）	Hilary 等（2009）；赵龙凯等（2014）；何鑫萍等（2017）
		重商文化提高风险接受程度	苏坤（2017）
		社会网络缓解风险投资资源的不足	张敏等（2015）；赵丽娟等（2019）

2.2.2 企业层面

企业作为经济组织，其经营要依据其规模、成长机会、治理结构以及企业所承担的社会责任等因素而做出与企业发展和企业资源相适配的决策。

第一，从企业发展状况来看，企业的发展阶段以及发展情况不同，决策时的

风险偏好也有所差异。

一方面，企业性质不同，对风险态度也有所差异。国有企业得天独厚的资源支持以及国企高管“懒政”行为的影响，相比于民营企业，风险态度更保守（李文贵等，2012）；而由于家族企业“继承性”这一特质，相比于非家族企业来说，风险规避倾向更明显（Su等，2013）。另一方面，企业不同的发展阶段同样具有不同的风险态度。发展期企业为防止对手进入、衰退期企业寄希望于高风险项目来扭转局面，投资决策均较为冒进，而长期和成熟期的经营较为稳定，风险承担水平相对较低（Habib等，2015）。

第二，从公司治理角度来看，为了最佳业绩的达成，公司内部形成的制度安排，用以所有权和经营权的相互制约（马志奇等，2018），从而达到监管公司经营及财务政策的实施、保护投资者利益的目的（解维敏等，2013），所以会影响企业的风险决策。已有学者从股权治理、董事会治理以及高管治理三方面分析公司治理对企业风险承担的影响。

首先，股东是企业所有权的享有者，有能力决定企业经营及财务决策，既有可能通过控制权谋取自利，也有可能为企业创造财富，当控制权收益大于经营收益时，随持股比例增大，私利动机越重，风险水平越低；反之，则风险水平越高（解维敏等，2013；苏坤等，2016），而当企业中存在多个大股东时，监督能力提高，能抑制其“壕沟效应”，从而缓解控股股东的风险规避倾向（冯晓晴等，2020）。

其次，董事会是公司治理的核心，董事会的治理水平影响其监督效率，从而进一步影响管理层的决策行为（郑晓倩，2015）。就规模而言，董事会人数越多，极端决策更难获得通过，并且代理问题随之加剧，组织、协调、沟通不力导致好项目流产，（郑晓倩，2015；苏坤等，2016）。就独立性而言，独董比例越高，对管理层的监督作用更为凸显，能更有效约束私利行为及“不作为行为”（解维敏等，2013；苏坤等，2016）、避免“路径依赖”，从而提高风险承担水平；关于董事长与总经理两职合一的影响并未有一致结论，有学者认为两职合一扩大管理层权力，加大对风险承担潜在利益的重视程度而“掩盖”其潜在损害，并且越倾向于对风险持自信和乐观态度，导致风险承担倾向（苏坤等，2016），也有学者认为，两职合一，将权力集于一人之手，董事会难以对企业管理层实行有效监督且

难以发挥咨询作用，管理层因谋私利而放弃风险较大的高收益项目（Fama 等，1983）；甚至有学者认为两者之间并无显著关系（张晓倩等，2015）。此外，董事会成员的多元化也会影响企业的风险倾向，董事会异质性更强，意味着进行备选方案的选择时考虑的因素越多，决策时更加保守和谨慎（Harjoto 等，2014），由于女性具有较低的风险容忍度，董事会中女性人数越多，企业进行风险决策时的风险规避倾向越明显（王欣等，2019）。

最后，高管是企业经营管理的直接负责人，对其实施有效激励，能够促使双方利益一致，从而可以缓解因代理问题导致的风险承担不足。（1）股权激励。高管持股能有效缓解其与股东目标不一致问题（李小荣等，2014），股价变动对管理层财富影响程度越大，企业越容易采取更为激进的财务决策（Coles 等，2006）、把握有效且稀缺的投资机会（解维敏等，2013），从而增加企业价值；然而，管理层也有通过股权的持有而为自己谋取私利的可能，在进行投资决策时表现得更为保守（DeFusco 等，1991）；有学者却认为，两者之间呈倒 U 型关系，即临界点之前，所有权与经营权具有共同的经营目标，随着持股比例的增加，风险承担水平越高，而临界点之后，高管由于原始资本的积累，具有很强的影响力，因而存在侵吞公司资源的可能，并且会随着持股比例的增加而增大（李小荣等，2014；苏坤等，2016）。（2）货币薪酬。薪酬激励能有效缓解代理成本并激励高管积极工作，薪酬业绩的敏感性越强，高管选择高风险项目的主动性越强（张瑞君等，2013）；随着经理人市场的建立和完善，高管间薪酬会形成一定差距，该差距不管来源于企业内部还是外部，均将影响薪酬作用的发挥。由于在经理人市场中，董事会更加青睐于具有冒险精神的高管，为了维持即得的高水平薪酬，管理者会积极主动选择提高企业绩效的高风险项目，而为了追求更高水平的薪酬，管理者也会更加主动寻求风险性投资以获取机会，因此，如果该差距来源于企业外部，无论高低与否，均能产生积极效应，倾向于优质项目的选择（张志宏等，2018），并且随着高管外部薪酬公平性的影响，经理人由此增加的自信心和乐观态度也会表现在项目选择上，从而提高风险承担水平（金静等，2018）；内部薪酬差距对企业风险的承担有一定的负向作用，由于高额薪酬的确定收益，高管满足于现有薪酬不愿意为获得更高薪酬而承担未来的不确定损失，决策时更加保守谨慎（刘思彤等，2018）。（3）晋升激励。晋升激励有别于其他两种激励方式，具有一定

的凸性特征，能够带来薪酬、权力以及在职消费等的增加，从而激发民营企业高管的风险偏好，对国有企业高管无影响（张洪辉等，2016），然而有学者则认为，薪酬激励和晋升激励对国企风险承担水平均有促进作用，且两种激励存在替代效应（张宏亮等，2017）。（4）在职消费。在职消费作为一种隐性福利，与企业的风险投资项目无关联，即有无风险性投资项目，在职消费均存在，高管缺乏风险承担的动机（张洪辉等，2018）。（5）董事高管责任保险。董事高管责任保险能够对冲风险，对参保高管职业及财产有一定的“兜底”效应，从而刺激高管的风险偏好（胡国柳等，2017）。

第三，从企业内外部监督角度来看，良好的内外部监督机制能够监督并制衡管理层的机会主义行为，对企业具有积极的治理效应。部分学者也从内外部监督机制角度入手，分析和论证内外部监督机制对企业风险承担的影响，试图寻找缓解企业风险承担不足的有效方式。内部监督机制包括内部控制（宋建波等，2018）和企业社会责任的履行（王建玲等，2019），均能有效缓解管理层权力过大导致的风险规避倾向，此外企业社会责任的履行还能够为企业运营发展所需资源，降低风险投资的资源限制。外部监督机制主要包括审计师（宋建波等，2018；王英美等，2019）、机构投资者（宋建波等，2018）、证券分析师（杨道广等，2019；杜建华等，2020）以及媒体（李冬昕等，2016）等均能积极发挥其外部治理效应，监督并约束各种私利行为，从而提高风险承担水平。

第四，部分学者基于中国特殊的制度背景入手分析国有企业改革的成效。（1）国有企业民营化改革：民营化后，政府对企业决策的影响力降低并且管理层的任用上“选贤与能”，降低决策的保守程度和提高对优质项目的选择（余明桂等，2013）；（2）EVA 业绩评价：EVA 业绩评价制度实施后，高管收益与股东财富紧密相关且 EVA 业绩评价结果是政治晋升的重要依据，激励国企高管积极进行风险决策（何威风等，2017）；（3）混合所有制改革：多元资本的引入可以减少政府对国有企业经营决策的干预以及冲击高管不作为现象，从而积极主动选择更加有效的风险决策（汤颖梅等，2020）；（4）腐败治理：国家腐败治理减少了带有寻租色彩的企业风险承担行为，而符合政策导向、能够提高企业生命力的风险承担行为如研发和企业并购有所增加（刘志远等，2020）。

表 2.2.1 基于企业层面企业风险承担的影响因素

影响因素		观点	代表性文献
企业发展状况	企业性质	国有企业风险规避倾向更明显	李文贵等（2012）
		家族企业风险规避倾向更明显	Su 等（2013）
	发展阶段	发展期及衰退期风险决策较激进，其他两阶段较保守	Habib 等（2015）
公司治理	股东治理	股东持股比例与风险承担呈 U 型	解维敏等（2013）；苏坤等（2016）
		多个大股东缓解风险规避	冯晓晴等（2020）
	董事会治理	大规模导致风险项目难通过	郑晓倩（2015）；苏坤等（2016）；
		独董比例越低风险承担水平越低	解维敏等（2013）苏坤等（2016）；
		董事会异质性越强风险承担水平越低	Harjoto 等（2014）
		董事会中女性人数越大越保守	王欣等（2019）
		两职合一无一致结论	Fama 等（1983）郑晓倩（2015）；苏坤等（2016）；
	高管治理	高管持股与风险呈倒 U 型关系	李小荣等（2014）；苏坤等（2016）
		高管持股提升风险承担	Coles 等（2006）；解维敏等（2013）
		高管持股降低承担	DeFusco 等（1991）
		管理层薪酬激励管理层进行优质项目选择，风险倾向高	张瑞君等（2013）；张志宏等（2018）；金静等（2018）
		内部薪酬差距降低风险承担	刘思彤等（2018）
		晋升激励促进管理层进行优质项目选择，风险倾向高	张洪辉等（2016）；张宏亮等（2017）
		在职消费降低风险承担	张洪辉等（2018）
		董事高管责任险提升风险承担	胡国柳等（2017）
内外部监督	内部监督	内部控制、企业社会责任的履行提升风险承担	宋建波等（2018）；王建玲等（2019）
	外部监督	审计师、机构投资者、证券分析师、媒体对风险承担发挥积极作用	李冬昕等（2016）；宋建波等（2018）；杨道广等（2019）；王英美等（2019）；杜建华等（2020）
国企改革	产权化	产权化改革提升风险承担	余明桂等（2013）
	EVA	EVA 业绩评价鼓励高管积极承担风险	何威风等（2017）
	混改	混合所有制改革提升风险承担	汤颖梅等（2020）
	腐败治理	腐败治理提升风险承担	李志远等（2020）

2.2.3 个体层面

从个体层面来看，管理者能决定企业的经营决策，其年龄、性别、经历以及心理特性等均对企业决策产生重要作用。

首先，管理者的人口统计学特征影响风险承担水平。高阶梯队理论认为，人口背景特征不同，高管所处的生活环境以及所经历的人生阅历不同，因而具有不同的认知能力和认知结构以及行为偏好（孙玥璠等，2019），对于决策的选择也会不一样。已有学者分别从年龄、性别、教育程度分析对风险决策的影响，认为年龄越大、教育程度越低，高管越倾向于选择低风险项目（吕文栋等，2015）；与一般女性不同，女性管理者能在中国“男尊女卑”等传统观念背景下能在职位晋升中“出类拔萃”，其具有更为明显的男性气质，其风险意识更强（李彬等，2017）；而也有学者认为，女性在体内独有的氧化酶的催化作用下，相比于男性而言具有明显的风险规避意识，在经营决策时表现得更为保守和谨慎（Faccio 等，2011；吕文栋等，2015；王欣等，2019）。

其次，管理者的心理特征也会影响风险倾向。行为金融学研究表明，企业决策是管理者心理特征的具体表现，因而也会影响决策时的风险选择。过度自信的管理者会高度认可自己，自认为其知识和经验无可匹敌，对项目判断的准确性无人能及，往往会高估预期收益而低估损失，高风险项目被选择的几率更大（Li 等，2010；余明桂等，2013）。

再次，管理者经历同样影响企业的风险性决策。烙印效应理论指出，特定环境特征对个体及组织打上环境特征的烙印，且这一烙印会持续影响个体和组织行为（戴维奇等，2016）。管理者如果在早期有过灾难经历，那么在灾难中是否受到严重损失将影响其在经营决策时的风险态度（Malmendier 等，2011；Bernile 等，2017）；管理者如果在从商之前具有从军经历，一方面可能易过度自信（Malmendier 等，2011），另一方面部队的军事化训练能增强其胆量（叶建宏等，2017），从而偏好风险，而 Benmelech 等（2015）基于美国企业数据发现会规避风险；此外，管理者如果有“两跨”职业经历（跨地区跨行业），其进行风险承担的倾向更明显（何瑛等，2019）。

此外，在企业的风险决策中，管理者的能力同样重要。管理者能力的大小是其对事务认知能力和处理能力的集中体现，影响决策时的风险偏好和风险承担能

力。虽然能力越强的管理者具有较强的风险承担的能力,但其基于自身利益权衡,会占用企业资金谋取私利且降低投资风险以维护其职位安全,表现为“风险回避假说”(何威风等, 2016)。

表 2.2.1 基于个体层面企业风险承担的影响因素

影响因素		观点	代表性文献
人口 统计 学特 征	年龄	年龄越大, 风险承担水平越低	吕文栋等 (2015)
	教育程度	教育程度越低, 风险承担水平越低	吕文栋等 (2015)
	性别	女性管理者的风险意识更强	李彬等 (2017)
女性管理者更保守更谨慎		Faccio 等 (2011); 吕文栋等 (2015); 王欣等 (2019)	
心理特征		过度自信的高管易倾向风险项目	戴维奇等 (2016)
经历	困难经历	风险态度取决于在灾难中是否受重大损失	Malmendier 等 (2011); Bernile 等 (2017)
	从军经历	从军经历强化风险偏好	Malmendier 等 (2011); 叶建宏等, (2017)
	职业经历	经历越丰富, 企业风险承担水平越高	何瑛等 (2019)
能力		能力越强, 私利动机强, 较少进行风险性投资	何威风等 (2016)

2.3 文献述评

通过对集体决策以及风险承担影响因素文献的归纳整理发现:

(1) “三重一大”集体决策制度的研究主要停留理论层面, 主要分析“三重一大”决策制度落实的必要性、落实现状及其原因、相应的对策建议以及在高校、医院、党政机关等单位的应用情况, 少有学者从实证角度检验证明“三重一大”集体决策制度实施效果;

(2) 国内外主要从社会、企业及个体维度探究对企业风险性决策的影响, 其中社会层面包括宏观经济、宏观政策、制度因素三方面; 企业层面包括企业发展状况、公司治理、以及国有企业改革四个方面; 个体层面包括: 管理者的生理

性特征、心理性特征、经历以及能力四个方面，尚未有学者从完善企业内部决策机制角度研究其对企业风险承担水平的影响。

因此，本文基于“三重一大”这一政策文件，以上市公司为对象，采用合理的计量方法，通过对政策颁布前后的相关数据进行对比，实证检验内部决策的完善对国有企业风险承担的治理效应。

3 理论分析与研究假设

3.1 制度背景

分权改革以来，政府不断对国企放权让利，国企高管权力逐步扩大，（李培林，2015；李万利等，2019）。由于国有企业属全民所有，国家代为管理并层层委托形成多级委托代理链条（如图 3.1.1 所示）。从现实情况来看，国有企业的委托人并不存在，处于“所有者缺位”状态，加之代管人并不参与企业生产经营，对企业具体情况知之甚少，对国有企业监管动机较弱、监督能力欠佳。部分国有企业治理结构有形无实，“董”、“高”、“党委”三大组织机构一把手存在两职兼任甚至三职兼任的情况，决策权、执行权以及监督权两权合一甚至三权合一，内部监督难以发挥作用（李培林，2015）。权力高度集中、内外部监管失效，企业决策演变成“一言堂”，一把手成为国企腐败的“主要力量”。据相关报道，电网、一汽等各大国企的一把手腐败落马高达 56.5%^①。

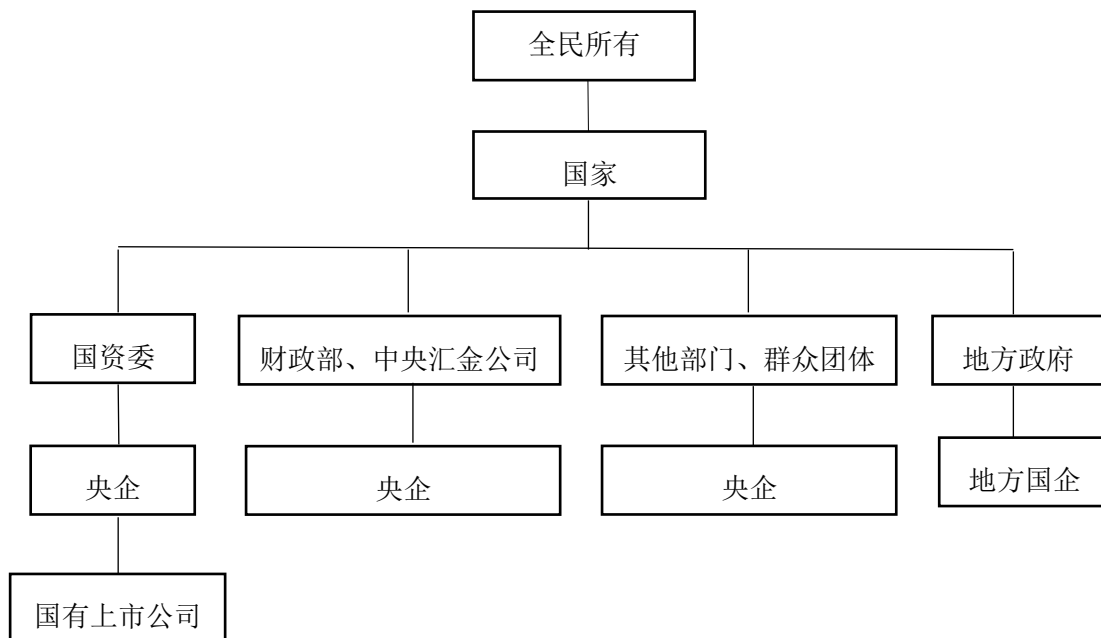


图 3.1.1 国有企业委托代理关系图

^① 数据来源：中国纪检监察报。

“三重一大”被首次明确^①以来，对于该“重”“大”事项的决策意见的有效贯彻和落实，各级党委、政府以及国有企业积极不断地进行，对于风险防范、资产安全甚至国企改革与发展发挥了重要作用（霍小力，2010）。一直以来，中央多次重申完善“三重一大”集体决策制度，相关政策文件^②见图 3.1.2 所示。

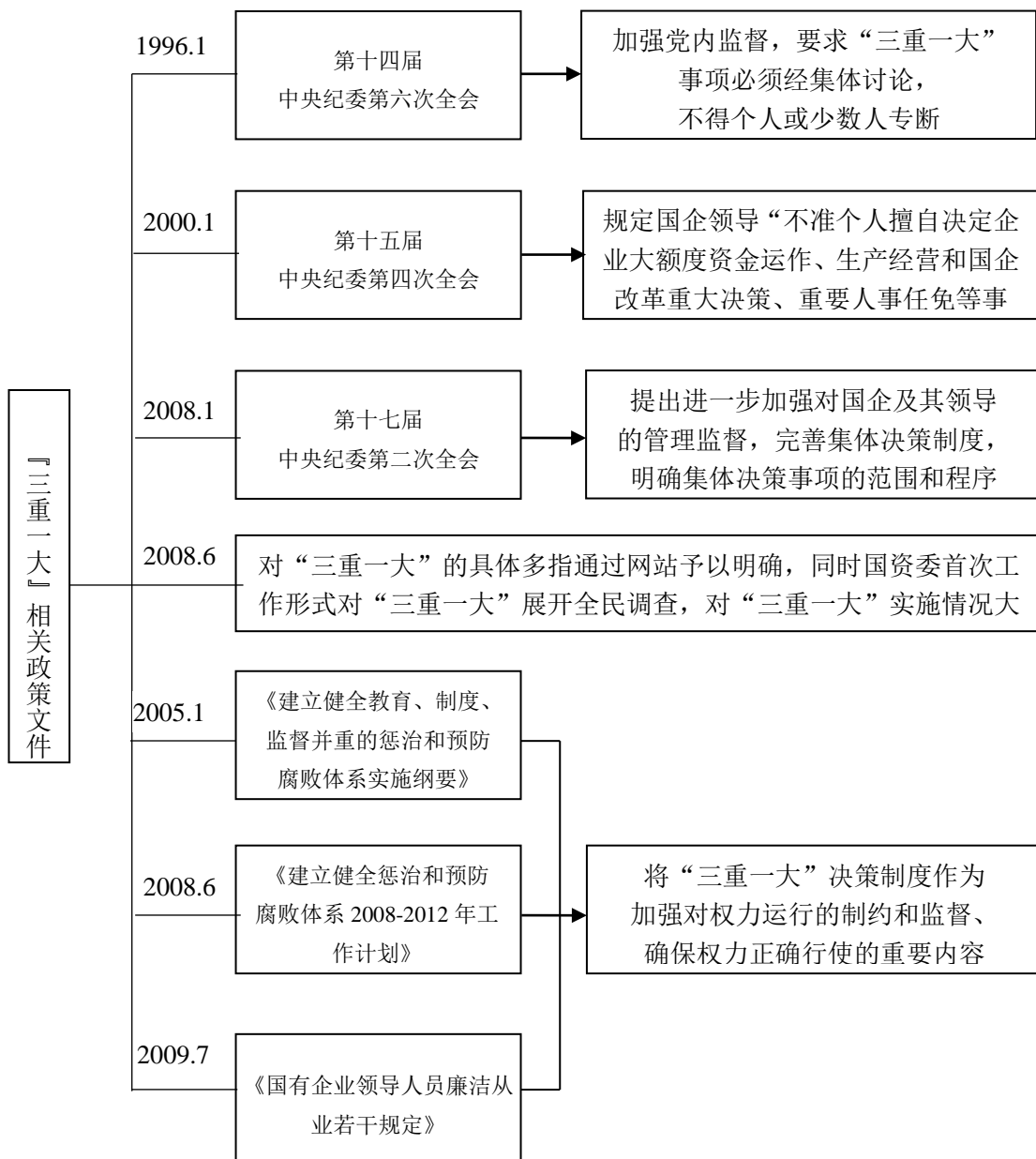


图 3.1.2 “三重一大”相关政策文件

^① 1996 年 1 月，第十四届中央纪委第六次全会首次对“三重一大”进行明确要求，即“认真贯彻民主，集中制原则，凡属重大决策、重要干部任免、重要项目安排和大额度资金的使用，必须经集体讨论作出决定”。

^② 资源来源：作者根据霍小力（2010）、戴伟（2020）发表的文章整理。

为了进一步反对国有企业腐败行为，倡导国有企业廉政建设，2010年7月，中共中央及国务院办公厅首次在中央文件中对国有企业“重”“大”事项的决策事项进行了明确要求，通过对事项范围、决策形式、决策程序的规定^①以及对“事前调查、事中讨论、事后考评”决策体系的完善，对国有企业领导人决策行为的规范、国有企业决策水平的提高以及国有企业资产的保值增值至关重要。

3.2 概念界定

3.2.1 “三重一大”集体决策制度

该制度是指中央政府在2010年专门针对国有企业^②颁布的关于“三重一大”事项^③的决策要求^④，对于非国有企业无任何影响，为本文双重差分方法的运用提供了良好条件。

3.2.2 企业风险承担

风险，即不确定性，并不等同于损失，而是与机遇同时出现、相伴相生，具有一定的客观存在性（王菁华等，2015）。风险承担反映了企业经理人在面对未来不确定情况下各项经营决策的分析和选择（郑晓倩，2015）。具体来说，企业风险承担是企业在进行决策时的行为偏好和对风险的态度，表现为企业为了获得高额利润在决策时对未来不确定损失的接受程度（王菁华等，2019），接受程度高则意味着企业易选择高风险项目（冯晓晴等，2020；汤颖梅等，2020），是企业对投资机会的充分利用。从本质上讲，利润的获取是企业进行风险性决策时愿意承担未来不确定损失的一种补偿和回报，企业想获得一定收益必然要承担一定的风险（苏坤，2017）。企业风险承担对企业乃至社会发展至关重要，合理选择

^① 《意见》共23条约3000字，分为“指导思想和基本原则”、“‘三重一大’事项的主要范围”、“‘三重一大’事项决策的基本程序”以及“组织实施和监督检查”。

^② 《关于进一步推进国有企业贯彻落实“三重一大”决策制度的意见》第（二十三）条规定“本意见适用于国有和国有控股企业（含国有和国有控股金融机构）”。

^③ “三重一大”事项是指：重大决策、重要人事任免、重大项目安排以及大额资金运作。

^④ 《意见》明确要求：凡属“三重一大”事项均由企业领导班子集体做出决定。

并承担风险具有非常重要的意义。从微观层面看，积极承担风险有助于企业获取高额报酬、提高绩效、提升价值、增强长期竞争力；从宏观层面看，积极承担风险有助于提高资本使用效率、加快资本积累、促进社会进步、实现社会经济的可持续发展（张敏等，2015；何威风等，2017；宋建波等，2018）。

3.2 理论分析及假设提出

在进行项目决策时，可以预测项目的预期收益和损失，但其实际收益和损失仍未知数，从本质上来讲，企业风险承担就是企业在决策时对未来不确定性进行的分析和选择（王菁华等，2019）。企业要想获得更高的投资回报、谋求企业的长效发展，需要积极进行风险活动以提高风险承担水平（何威风等，2017）。由于国有企业所有权存在特殊性，表现为所有者缺位、层层委托，从而导致代理链条较长，政府官员的监督动机和能力较弱（强国令，2012），加之国有企业改革进程中经理人被赋予经营决策权（卢锐，2008），经理人具有较强的控制力。为追求更多的私人利益，做决策时经理人往往与股东利益目标相背离，倾向于规避风险，导致风险承担水平低（王英美等，2019）。“三重一大”意见导入的集体决策制度，会影响国有企业的风险承担水平。

一方面，集体决策制度可能提高国有企业风险承担水平。首先从决策程序上来看，重大投资项目集体决策前需经认真调查、研究和论证并且事先要与国企党委会商量沟通、听取意见^①，事前的严格把控加之事中集体决策本身对个人权力的监督制衡（李万利等，2019），能有效遏制经理人的机会主义行为，降低国有企业因高管不作为而导致的风险规避倾向的可能，提高高管决策时的风险选择意愿。决策后需及时向有关部门报告决策情况并针对决策情况建立相关的考核及评估制度^②，此外，决策的执行情况将作为国有企业领导人年度考核、党内考察以

^① 《意见》第7条规定：“三重一大”事项提交会议集体决策前应当认真调查研究，经过必要的研究论证程序，充分吸收各方面意见。《意见》第13条规定：董事会、未设董事会的经理班子研究“三重一大”事项时，应事先与党委（党组）沟通，听取党委（党组）的意见。

^② 《意见》第12条规定：决策作出后企业应当及时向履行国有资产出资人职责的机构报告有关决策情况。《意见》第14条规定：建立“三重一大”事项决策的回避制度；建立对决策的考核评价和后评估制度，逐步健全决策失误纠错改正机制和责任追究制度。

及经济责任审计的重要内容^①，国企领导人会更加注重自己的履职情况，在进行投资决策时，主动识别优质项目，积极承担风险。其次，从决策形式来看，企业“重”“大”事项以集体决策为原则，有助于发挥集体决策优势。决策理论认为，集体决策可以整合集体成员的背景、信息、知识、资源，形成企业的有效社会资本（李万利等，2019），一方面可以提高企业优质项目的识别能力，发现并充分利用企业的稀缺性投资机会（何威风等，2016）；另一方面，可以凭借集体形成的社会网络获取风险投资各阶段所需的重要资源，保障企业风险项目的选择和实施，提高风险承担能力，进而提高企业对风险决策的接受能力（张敏等，2015；何瑛等，2019）。另外，《意见》还规定重大投资以及工程建设项目，应当在决策前提交专家讨论并发表相关意见。专家意见是基于对投资项目论证和风险考量，有助于决策团队更加准确把握投资项目价值和评估投资项目的风险，基于企业经营发展选择最优项目，从而提高企业风险承担水平。

另一方面，集体决策制度可能降低国有企业风险承担水平。由于个体判断的异质性，随着决策人数的增加，程序复杂程度和时间跨度越大，一致意见的达成成本上升、难度加大，最终将表现为多元化意见的折中，倾向于采取较为中庸的决策（Kogan&Wallach,1964；Sah&Stiglitz,1991），从而对国有企业风险承担决策造成负面影响。同时，决策人数的增加导致集体认知范围的扩大，意味着进行备选方案的选择时考虑更多的因素，因而会更加保守和谨慎（Harjoto 等，2014）。Admas 和 Ferreira（2010）也发现，相比于个人决策的均值偏高，群体决策的风险水平更多浮动于历史均值附近，风险性较低；杨晶晶等（2014）也发现，群体决策的风险容忍度更低，风险水平更低。

基于此，提出竞争性假设：

H1a: “三重一大”集体决策制度的实施能够提高国有企业的风险承担水平；

H1b: “三重一大”集体决策制度的实施能够降低国有企业的风险承担水平。

^① 《意见》第 19 条规定：国有企业的纪检监察机构在依照《国有企业领导人员廉洁从业若干规定》的规定，结合年度考核进行监督检查，作出评估，并向企业党组织和上级纪检察机关报告时，应当将国有企业领导人员执行“三重一大”决策制度的情况作为重点内容。《意见》第 20 条规定：“三重一大”决策制度的执行情况，应当作为巡视、党风廉政建设责任制考核的重要内容和企业领导人员经济责任审计的重点事项；作为民主生活会、企业领导人员述职述廉的重要内容；作为厂务公开的重要内容，除按照国家法律法规规定和有关政策应当保密的事项外，在适当范围内公开。

4 研究设计

4.1 样本选择和数据来源

本文以 2007 年-2016 年^①为观测区间，以沪深 A 股上市公司为样本。为了避免特殊行业以及异常数据的影响，在原样本基础上剔除如下观测样本：（1）金融保险；（2）资产负债率大于 1；（3）财务数据不完整；（4）ST、*ST 以及退市。所选的观测样本难免出现数据异常，为了避免其对结果的影响，对所有连续变量进行缩尾处理。本文所有数据均来源于国泰安（CSMAR）数据库。

4.2 变量定义

4.2.1 被解释变量

企业风险承担（risk_t）：根据以往的文献，企业风险承担的衡量指标主要有：（1）研发支出；（2）资本性支出；（3）并购活动；（4）负债比率；（5）存续状况；（6）股票回报的波动性；（7）盈利的波动性。其中 R&D 支出、资本性支出、并购活动以及负债率均属于事中测度指标，度量视角过于片面，要么仅反映资本性支出、要么仅反映并购或融资，难以全面衡量企业的风险导向；而存续情况及波动性是对风险的事后测量，能较好地观测某一段时间内的风险倾向，但由于我国资本市场不完善，存续状况和股票回报波动性的度量偏差较大，因此以盈利波动性予以衡量。一般而言，风险承担越高，未来现金流的越不确定性，盈利波动性越大。盈利波动性具体计算公式：

$$risk_t = \sqrt{\frac{1}{N-1} \sum_{n=1}^N \left(ADJ_ROA_n - \frac{1}{N} \sum_{n=1}^N ADJ_ROA_n \right)^2}, \text{ 其中: } ADJ_ROA_n = \frac{EBITDA_n}{ASSETS_n} - \frac{1}{X_n} \sum_{k=1}^X \frac{EBITDA_{kn}}{ASSETS_{kn}}$$

其中，EBITDA 为息税前利润，ASSET 为期末总资产，ROA 为资产收益率（EBITDA/ASSET）。i 为某一观测样本（即上市公司）；n 为企业风险承担计算

^① 由于事件颁布实施为 2010 年，为了尽量保持意见实施前后窗口的对称性，选取 2007-2016 年作为观测区间，但在本文的进一步分析中，为了进一步探索事件冲击的持续性，扩大事件窗口。

的观察时间区间，取值范围为 1-3； k 表示某行业的第 k 家上市公司； x 为行业内上市公司的总数量。

4.2.2 解释变量

集体决策意见由中央政府颁布并明确要求国有企业贯彻实施，即该《意见》的实施仅作用于国有企业，非国企不受该《意见》的影响，因此，按照国企和非国企进行实验组和对照组的划分，并以 2010 年为界限进行事件窗口的设定^①，通过《意见》实施前后实验组和对照组的差异与实施前实验组和对照组的差异进行对比分析，计算其净效应。

4.2.3 控制变量

企业风险承担水平受多种因素的影响，为了避免其他因素对本文研究的影响，控制如下变量：（1）企业基本特征，①企业规模（size）：企业的规模大小影响企业投资决策，已有文献发现，小规模企业风险偏好程度更高，更倾向于投资风险项目（张敏等，2015）；②企业年龄（age）：企业经营年限越长，抗风险能力越强，风险承担水平可能更高（冯晓晴等，2020）；③资产负债率（lev）：财务政策越激进，企业风险承担水平越高（赵丽娟等，2019）；④企业成长性（growth）：企业销售增长率越快，越有利于保障风险项目的所用资源，从而提升企业风险承担水平（赵丽娟等，2019）；⑤经营性现金流量（cfo）：企业现金水平越充足，越有利于保障风险项目的所用资源，从而提升企业风险承担水平（赵丽娟等，2019）；⑥公司业绩（roa）：企业盈利能力能缓解企业融资约束，直接或间接影响企业风险投资；⑦固定资产比率（ppe）：较高的风险承担水平伴随着较高的固定资产比例（宋建波等，2018）；⑧管理费用率（mfrate）：意味着在职消费的存在也会影响企业的风险决策。（2）公司治理，①独董比例（bi）：独立董事比例越高，董事会监督效应越强且能避免决策“路径依赖”，风险承担意愿和能力均有所提高（解维敏等，2013；郑晓倩等，2015；苏坤等，2016）；②两职合一（dual）：两职合一能削弱董事会功能作用，从而降低企业的风险承担

^① 构建虚拟 post 作为事件窗口，2010 年及之前年份为 0，2010 年之后为 1。

水平 (Fama 等, 1983); ③股权集中度 (own): 也会影响企业风险决策 (解维敏等, 2013; 苏坤等, 2016); ④高管薪酬 (salary): 薪酬激励能减轻股东与经理代理冲突, 从而缓解因代理问题形成的风险承担不足 (张瑞君等, 2013)。此外, 为避免行业和时间的影响, 还控制年度和行业虚拟变量。具体变量定义见表 4.1:

表 4.1 变量定义表

变量类型	变量符号	变量名称	变量定义	
被解释变量	riskt	企业风险承担	详见变量解释	
解释变量	post	外生冲击事件	《意见》实施后取值为 1, 实施前取值为 0	
	treat	产权性质	国有企业为 1, 非国有企业为 0	
控制变量	公司基本特征	size	企业规模	$\ln(\text{企业总资产})$
		age	企业年龄	$\ln(\text{企业成立年限}+1)$
		lev	资产负债率	年末总负债/年末总资产
		growth	企业成长性	企业营业收入增长率
		roa	公司业绩	资产收益率
		cfo	经营性现金流量	企业经营现金净流量/总资产
		ppe	固定资产比率	期末固定资产/期末总资产
		mfrate	管理费用率	管理费用总额/营业收入总额
	公司治理	bi	独董比例	独董人数/董事人数
		dual	两职合一	董事长与总经理兼任为 1, 否则为 0
		own	股权集中度	前五大股东持股比例之和
		salary	高管薪酬	前三名高管薪酬的自然对数
	其他	year	年度	年度虚拟变量
		ind	行业	行业虚拟变量

4.3 模型设计

本文按照国有企业和非国有企业划分实验组和对照组 (*treat*)，以“三重一大”集体决策制度为外生事件冲击 (*post*) 构建双重差分模型，并控制其他因素对企业风险承担水平的影响，来检验“三重一大”集体决策制度对企业风险承担水平的影响，从而验证假设 1。具体模型如下：其中 *riskt* 表示企业风险承担水平；*controls* 为控制变量，共涉及企业基本情况、治理及其他三个方面，基本情况包括企业成立以来管理运营的年限 (*age*)，规模发展的大小 (*size*)、发展速度 (*growth*) 以及它的负债水平 (*lev*)、现金流水平 (*cfo*)、业绩水平 (*roa*)、固定资产的占比情况 (*ppe*)、管理费用率 (*mfrate*) 等相关的财务指标；治理包括董事会的独立性 (*bi* 和 *dual*)，股东的所有权情况 (*own*) 以及对高管的激励 (*salary*)；其他则包括行业 (*ind*) 年度 (*year*)

$$riskt = \beta_0 + \beta_1 post + \beta_2 treat + \beta_3 post * treat + \beta_j controls + \sum year + \sum ind + \varepsilon \quad \text{模型 1}$$

5 实证检验与分析

5.1 描述性统计分析

表 5.1 列示了所有变量的描述性统计结果。结果显示：（1）样本企业风险承担水平的最大值为 0.187，均值为 0.030，最小值为 0.002，标准差为 0.029，说明样本企业风险承担水平个体差异相对较小、整体水平相对较低^①；（2）产权性质均值为 0.468，与已有研究统计结果一致（李万利等，2019）；（3）其他控制变量均处于正常范围。企业规模的最大值、最小值分别为 25.96、19.24，均值和标准差为 22.09、1.250，说明样本企业差异大、分布匀；资产负债率均值为 0.453，验证了我国普通负债经营的特点；销售增长率均值为 0.194，最大值和最小值分别为 3.734 和-0.618，处于正常范围；经营现金流量最大值为 0.256，最小值为 -0.196，均值为 0.047；固定资产比率和管理费用率均值分别为 0.243 和 0.096，标准差分别为 0.173 和 0.082，说明样本企业固定资产比率和管理费用率的个体差异相对较大；两职合一的均值为 0.208，说明样本企业中有 20.8%的企业“董”“高”兼任；独立董事比例的均值为 0.37，符合我国相关法律对独董人数的要求^②；前五大股东持股比例和的均值为 51.99，说明样本企业中前五大股东持股比例超过一半。

表 5.1 描述性统计表

变量	样本量	均值	标准差	中位数	最小值	最大值
riskt	15728	0.030	0.029	0.021	0.002	0.187
treat	15728	0.468	0.499	0	0	1
size	15728	22.09	1.250	21.91	19.24	25.96

^① 1992-2002 年，美国和加拿大企业的平均风险承担水平已达到 0.09，英国为 0.069，中国香港为 0.067（John 等，2008；余明桂等，2013），与之相比，样本企业风险承担水平均值仅 0.030，企业风险承担水平相对较低。

^② 中国证监会《关于在上市公司建立独立董事制度的指导意见》：上市公司董事会成员应当至少包括三分之一独立董事。

(续表 5.1)

变量	样本量	均值	标准差	中位数	最小值	最大值
age	15728	2.715	0.357	2.773	1.386	3.434
lev	15728	0.453	0.204	0.455	0.050	1.001
growth	15728	0.194	0.482	0.113	-0.618	3.734
roa	15728	0.038	0.054	0.035	-0.295	0.209
cfo	15728	0.047	0.073	0.046	-0.196	0.256
ppe	15728	0.243	0.173	0.209	0.002	0.728
mfrate	15728	0.096	0.082	0.077	0.009	0.647
dual	15728	0.208	0.406	0	0	1
bi	15728	0.370	0.052	0.333	0.300	0.571
own	15728	51.99	15.35	52.08	19.24	88.39
salary	15728	14.11	0.723	14.11	12.10	16.19

5.2 相关性分析

对计量模型进行回归检验过程中,有可能存在多重共线性问题,为此对模型基本变量进行 Pearson 相关性检验,具体结果如表 5.2 所示:

表 5.2 Pearson 相关系数检验

	riskt	size	age	lev	growth	roa	cfo	dual	ppe	mfrate	bi	own	salary
riskt	1												
size	-0.106***	1											
age	-0.012	0.138***	1										
lev	0.175***	0.401***	0.148***	1									
growth	0.007	0.036***	0.0120	0.019**	1								
roa	-0.197***	0.017**	-0.072***	-0.337***	0.004	1							
cfo	-0.002	0.013	-0.023***	-0.137***	-0.007	0.30***	1						
dual	-0.01	-0.149***	-0.074***	-0.135***	0.016**	0.031***	-0.016**	1					
ppe	0.012	0.064***	-0.036***	0.057***	-0.016**	-0.117***	0.239***	-0.084***	1				
mfrate	0.064***	-0.157***	0.0100	-0.089***	-0.006	-0.087***	-0.065***	0.037***	-0.073***	1			
bi	-0.012	0.050***	-0.026***	-0.017**	-0.005	-0.028***	-0.046***	0.108***	-0.076***	0.019**	1		
own	-0.025***	0.242***	-0.218***	-0.039***	0.024***	0.125***	0.096***	-0.008	0.061***	-0.055***	0.037***	1	
salary	-0.073***	0.444***	0.156***	0.037***	0.029***	0.194***	0.086***	0.037***	-0.160***	-0.022***	0.029***	0.109***	1

注：***、**、*分别表示 1%、5%、10% 的显著性

从表 5.2 为相关性检验结果，从变量间的相关系数来看，资产负债率、企业成长性、固定资产比率、管理费用率与风险承担水平正相关，其他变量与风险承担呈负相关，与已有研究结果基本一致。另外，其他变量间相关系数均小于 0.5，说明各变量间的相关性不大，不存在显著的多重共线性，从而排除共线性的影响，可以进行后续分析。

5.3 回归分析

由前述理论推理可知，《意见》的颁布实施对国有企业的风险承担的影响存在两种可能，既有可能通过管理层行为的约束和资源约束的缓解而提高国有企业的风险承担水平，也有可能由于决策人数的增加、决策组织背景的多元性和复杂性，在长时间的协调统一下采取更为折中的办法，从而降低国有企业的风险承担水平。为了验证《意见》实施对风险承担的作用效果，对模型 1 进行回归分析，具体回归结果如表 5.3.1 所示：

表 5.3.1 “三重一大”集体决策与国有企业风险承担水平

变量	riskt	
	系数	t值
treat	-0.003**	(-2.50)
post	-0.012***	(-7.98)
post*treat	0.003**	(2.46)
size	-0.001***	(-5.10)
age	0.001	(1.34)
lev	-0.012***	(-5.89)
growth	0.006***	(8.62)
roa	-0.125***	(-11.34)
cfo	0.022***	(4.92)
dual	-0.0004	(-0.77)
ppe	0.0002	(0.17)
mfrate	0.040***	(9.72)

(续表 5.3.1)

变量	riskt	
	系数	t值
bi	-0.004	(-0.89)
own	0.000***	(4.19)
salary	0.002***	(3.86)
Constant	0.050***	(7.75)
year/ind	控制	
Observations	15,728	
R-squared	0.127	
Pseudo R2	0.125	
F	63.50***	

注：表中数据经过异方差调整；***、**、*分别表示1%、5%、10%的显著性

表 5.3.1 是“三重一大”集体决策与企业风险承担水平的回归结果，表中结果显示 $post*treat$ 的回归系数为 0.003，在统计意义上具有 5% 显著性水平，假设 1a 得到验证，结果表明，“三重一大”集体决策意见的实施，并不会因为决策人数的增加、组织背景的多元性和复杂性而导致决策意见的折中，而是能够有效监督制衡个人权力，激励国有企业高管积极承担风险，并且可以发挥集体决策优势，提高风险决策的科学性，从而提高国有企业的风险承担水平，说明《意见》的颁布实施对国有企业具有积极作用，这与李万利等人（2019）的研究结论一致，即均对国有企业具有一定的治理效应。

5.4 进一步分析

为进一步研究“三重一大”集体决策机制的治理效应，本文进一步实证检验政策实施效果的持续性以及不同治理环境下政策实施效果的差异。

5.4.1 政策实施效果的持续性分析

为了尽量保持事件发生前后窗口期的对称，本文选用 2007-2016 年样本进行

回归检验，但是政策实施以来，一直是国有企业经济责任审计的重点考核内容，因此将《意见》时间窗口扩大到 2018 年，重新进行回归分析，分析结果见表 5.4.1 所示：

表 5.4.1 扩大事件时间窗口

变量	riskt	
	系数	t值
treat	-0.003**	(-2.48)
post	-0.014***	(-10.07)
post*treat	0.002*	(1.92)
size	-0.002***	(-7.29)
clnx	0.001	(0.83)
lev	-0.012***	(-6.88)
growth	0.007***	(10.56)
roa	-0.166***	(-18.65)
cfo	0.037***	(8.96)
dual	-0.001*	(-1.79)
ppe	-0.003**	(-2.51)
mfrate	0.041***	(11.41)
bi	0.002	(0.43)
own	0.000***	(4.11)
salary	0.003***	(7.61)
Constant	0.044***	(7.68)
year/ind	控制	
Observations	20,874	
R-squared	0.158	
Pseudo R2	0.157	
F	79.05***	

注：表中数据经过异方差调整；***、**、*分别表示1%、5%、10%的显著性

表 5.4.1 是扩大事件时间窗口后的回归结果，结果显示： $post*treat$ 的系数为 0.002，在统计意义上具有 10% 的显著性水平，但相比于 2007-2016 年样本而言，系数和显著性水平均有所下降，说明《意见》在 2016-2018 年依然持续发挥着积极影响，但这种积极影响随着时间推移有减弱迹象。

为了进一步探究《意见》实施效果的持续性，将产权性质与时间变量的交互项加入模型进行回归分析，具体回归结果见表 5.4.2：

表 5.4.2 政策冲击的持续性

变量	riskt	
	系数	t值
treat*year2011	-0.004**	(-2.08)
treat*year2012	0.001	(0.50)
treat*year2013	0.003**	(2.21)
treat*year2014	0.006***	(3.87)
treat*year2015	0.005***	(3.37)
treat*year2016	0.004**	(2.36)
treat*year2017	0.002	(1.19)
treat*year2018	-0.001	(-0.45)
treat	-0.003**	(-2.57)
year2011	-0.011***	(-8.07)
year2012	-0.016***	(-13.76)
year2013	-0.020***	(-17.61)
year2014	-0.021***	(-18.98)
year2015	-0.021***	(-18.83)
year2016	-0.019***	(-16.56)
year2017	-0.018***	(-16.18)
year2018	-0.013***	(-10.85)
size	-0.002***	(-7.25)
age	0.001	(0.96)

(续表 5.4.2)

变量	riskt	
	系数	系数
lev	-0.013***	(-6.94)
growth	0.006***	(10.55)
roa	-0.166***	(-18.71)
cfo	0.037***	(9.18)
ppe	-0.003**	(-2.57)
mfrate	0.042***	(11.48)
dual	-0.001*	(-1.76)
bi	0.002	(0.59)
own	0.000***	(4.13)
salary	0.003***	(7.71)
Constant	0.045***	(7.95)
Observations	20,874	
R-squared	0.159	
Pseudo R2	0.158	
F	68.64***	

注：表中数据经过异方差调整；***、**、*分别表示1%、5%、10%的显著性

表 5.4.2 是分年度回归的结果^①，结果显示：集体决策意见对企业风险承担的治理效应是在 2013 年开始产生显著影响，且该政策效应在 2014-2016 年依然存在，但在 2017 年和 2018 年，该政策效应消失，说明“三重一大”意见仅在短期内对国有企业风险承担水平产生显著的提升作用，长期内该政策效果日渐式微。

5.4.2 不同治理环境下政策实施效果分析

为了进一步研究不同治理环境下政策实施效果差异，本文从企业内部治理环

^① year2011、year2012、year2013、year2014、year2015、year2016、year2017 以及 year2018 为年度虚拟变量。

境和外部治理环境两方面对原模型进行分组回归。

(1) 企业内部治理环境

良好的内部治理环境能有效缓解代理冲突、抑制管理层的自利行为(王雷等, 2014; 徐晓慧等, 2019), 而较差的内部治理环境导致经理人的短视行为和机会主义行为频发(董维明等, 2018)。“三重一大”集体决策意见的实施作用主要体现在对国有企业“一把手”权力的监督和制衡, 那么该《意见》的实施在不同的内部治理环境下是否存在差异? 为此, 本文选取董事会治理水平^①以及内部控制质量^②作为内部治理环境的衡量指标, 分别以中位数为界高低划分, 进行分组回归, 具体结果见表 5.4.3 所示:

表 5.4.3 内部治理环境分组回归

变量	董事会治理水平		内部控制质量	
	两职合一	两职分离	质量较高	质量较低
treat	-0.004 (-1.55)	-0.002* (-1.75)	-0.000 (-0.28)	-0.004* (-1.87)
post	-0.018*** (-4.60)	-0.013*** (-8.09)	-0.017*** (-11.55)	-0.018*** (-6.73)
post*treat	0.005* (1.72)	0.002 (1.50)	0.001 (0.48)	0.004** (2.12)
size	-0.001** (-1.98)	-0.001*** (-4.63)	-0.001* (-1.84)	-0.002*** (-4.14)
clnx	0.003** (2.17)	0.000 (0.46)	0.002* (1.95)	0.001 (0.75)
lev	-0.007* (-1.70)	-0.013*** (-5.64)	-0.007*** (-3.03)	-0.010*** (-3.22)

^① 董事会是集体决策制度的核心机构, 董事会的治理水平会在一定程度上影响《意见》实施效果, 由于上市公司董事会规模以及独立董事比例维持在某一特定值, 对其分析不具有实际意义, 因此选取董事长与总经理是否兼任作为董事会的治理水平。

^② 本文用内部控制指数作为内部控制质量度量指标。

(续表 5.4.3)

变量	董事会治理水平		内部控制质量	
	两职合一	两职分离	质量较高	质量较低
growth	0.008*** (4.83)	0.006*** (7.31)	0.007*** (8.49)	0.005*** (4.29)
roa	-0.122*** (-5.17)	-0.127*** (-10.17)	0.086*** (6.21)	-0.230*** (-16.69)
cfo	0.037*** (4.13)	0.019*** (3.61)	-0.012** (-2.42)	0.034*** (4.55)
ppe	-0.003 (-0.87)	0.001 (0.55)	0.003* (1.91)	-0.002 (-0.72)
mfrate	0.049*** (5.63)	0.037*** (8.02)	0.023*** (4.83)	0.037*** (6.40)
bi	-0.008 (-0.95)	-0.002 (-0.38)	0.002 (0.45)	-0.006 (-0.93)
own	0.000*** (2.66)	0.000*** (3.38)	0.000 (0.94)	0.000*** (3.02)
salary	0.003*** (3.48)	0.001** (2.43)	-0.001** (-2.02)	0.003*** (4.82)
Constant	0.020 (1.32)	0.058*** (8.05)	0.052*** (7.51)	0.051*** (4.11)
ind/year	控制	控制	控制	控制
Observations	3,267	12,461	9,058	6,897
R-squared	0.132	0.129	0.127	0.222
Pseudo R2	0.126	0.127	0.125	0.220
F	14.79***	53.57***	47.02***	44.85***

注：表中数据经过异方差调整；***、**、*分别表示1%、5%、10%的显著性

表 5.4.3 是内部治理环境分组回归结果，结果显示：（1）在两职合一组，《意

见》实施变量 $post*treat$ 对风险承担水平的回归系数为 0.005，且在 10% 的水平上显著，而在两职分离组回归结果不显著；（2）在公司治理水平较低组，《意见》实施变量 $post*treat$ 对风险承担水平的回归系数为 0.003，在统计意义上具有 10% 的显著性水平，而公司治理水平较高组回归结果不显著；（3）在内部控制质量较低组，《意见》实施变量 $post*treat$ 对风险承担水平的回归系数为 0.004，在统计意义上具有 5% 的显著性水平，而在内部控制质量较高组回归结果不显著。总体来看，《意见》实施的治理效应在内部治理环境较差的样本组更为明显，说明内部治理环境较好的企业，本身其代理冲突并不明显，高管的短视行为并不严重，该《意见》治理效应的增量作用并不明显，而在内部治理环境较差的企业，内部监督不力，寻租等利益追逐行为盛行（董维明等，2018），管理层的短视行为更甚，集体决策机制能够通过严格的决策程序有效发挥对企业的治理作用，遏制管理层短视行为，其治理效应的增量作用更为明显。因此，“三重一大”集体决策制度能够有效弥补内部治理的不完善，与企业的内部治理存在一定的替代效应。

（2）企业外部治理环境

市场化程度不一，法律制度的完善性和执行力、政府的干预程度以及资源配置效率存在很大差异，那么在不同程度的市场化环境中，《意见》实施的治理效应是否存在差异？为此，本文按照市场化指数^①的中位数高低进行划分，分组检验不同外部治理环境下，集体决策制度的治理效应差异。具体结果见表 5.4.4 所示：

表 5.4.4 外部治理环境分组回归

变量	riskt			
	市场化程度较高组		市场化程度较低组	
	系数	t值	系数	t值
treat	-0.003	(-1.58)	-0.002	(-1.49)
post	-0.017***	(-5.91)	-0.020***	(-11.73)
post*treat	0.003	(1.23)	0.002*	(1.72)

^① 本文依据 2014 年樊纲市场化进程指数衡量市场化水平

(续表 5.4.4)

变量	riskt			
	市场化程度较高组		市场化程度较低组	
	系数	t值	系数	t值
size	-0.001	(-1.42)	-0.002***	(-5.18)
age	0.001	(1.57)	0.001	(0.81)
lev	-0.016***	(-5.90)	-0.010***	(-3.33)
growth	0.007***	(5.99)	0.006***	(6.11)
roa	-0.120***	(-7.36)	-0.129***	(-8.67)
cfo	0.019***	(2.84)	0.023***	(3.86)
ppe	0.004*	(1.86)	-0.003*	(-1.83)
mfrate	0.036***	(6.10)	0.048***	(7.69)
bi	-0.008	(-1.27)	-0.001	(-0.14)
own	0.00004*	(1.78)	0.00009***	(4.00)
salary	0.002**	(2.51)	0.002***	(3.33)
Constant	0.037***	(3.87)	0.064***	(7.06)
year/ind		控制		控制
Observations		7,381		8,574
R-squared		0.105		0.136
Pseudo R2		0.103		0.134
F		25.22***		41.83***

注：表中数据经过异方差调整；***、**、*分别表示1%、5%、10%的显著性

表 5.4.4 是外部治理环境分组回归结果，结果显示：在市场化程度较低组，《意见》实施变量 $post*treat$ 对风险承担水平的回归系数为 0.002，且在统计意义上具有 10%的显著性水平，而在市场化程度较高组回归结果不显著，《意见》实施的治理效应在外部治理环境较差组更为明显，说明在市场化程度较高的地区，制度的完善程度以及执行力度均较强，且具有更高的媒体关注，外部监督力度更强（马建威等，2019），并且在市场化程度较低的地区，资源获取的便利性更强

(张敏等, 2015),集体决策机制的监督制衡和集体优势的增量作用有限;相反,在市场化程度较低的地区,对企业的监督力明显减弱,降低资源配置的效率,因此《意见》实施的治理效应更明显,对国有企业风险承担水平的影响更大。

5.5 稳健性检验

上述研究结果有可能受政策贯彻进度、国企的其他政策以及其他因素的影响,为了排除这些因素的影响,又对本文进行如下检验:

5.5.1 平衡趋势检验

平衡趋势检验是双重差分模型检验的前提,即需要验证《意见》实施前控制组和对照组变化趋势基本平行(李万利等, 2019)。图 5.1 为平衡趋势检验图,可看出《意见》实施前风险承担水平变化趋势基本一致,而《意见》实施后控制组和实验组风险承担水平的趋势不再一致,两者之间差距慢慢缩小。因此,基本满足双重差分模型平衡趋势检验的要求,可以使用双重差分模型进行回归分析。

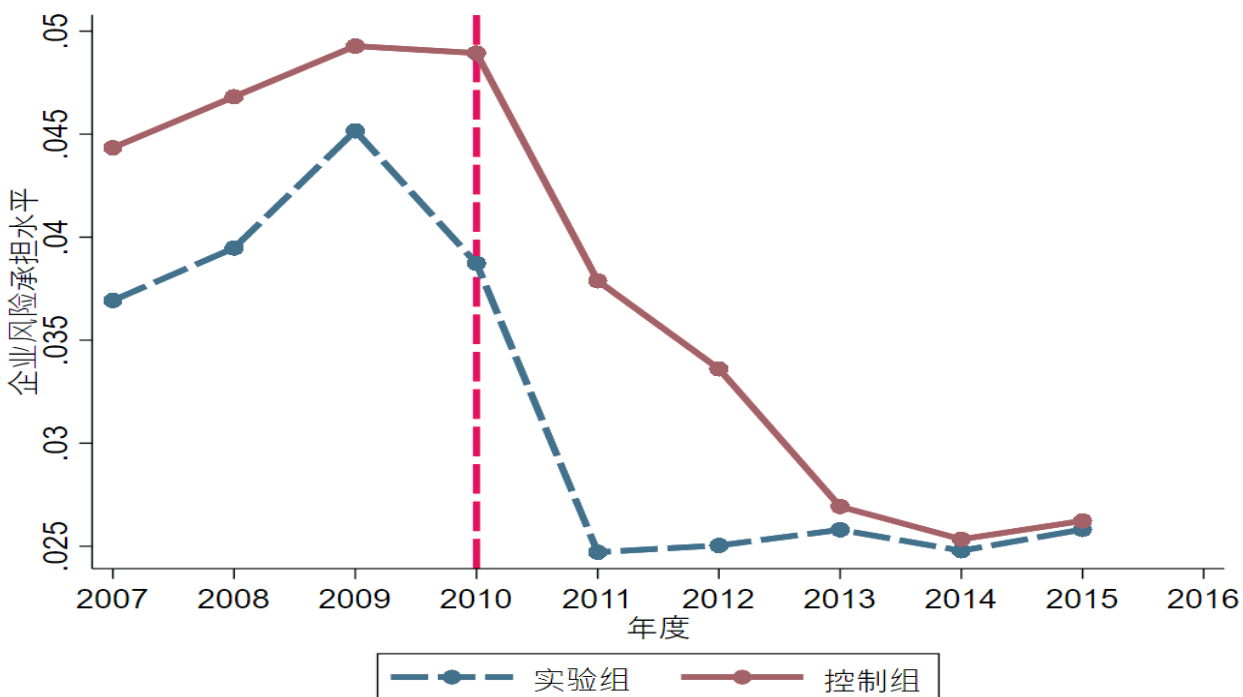


图 5.1 平衡趋势检验

5.5.2 安慰剂检验

如果《意见》不是外生冲击事件，那么人为改变试点实施的样本范围之后，上述结果依然存在。为了消除《意见》为非外生冲击事件的顾虑，本文参考李万利等（2019）的做法，人为地将 post 定义为：2009 年以前为 0，否则为 1，重新进行回归分析，结果见表 5.5.1。回归结果显示，post*treat 系数不显著，未通过统计检验，说明国有企业风险承担水平的提高确实是由《意见》实施导致的，从而验证本文结果的可靠性。

表 5.5.1 安慰剂检验

变量	riskt	
	系数	t值
treat	-0.003***	(-2.91)
post	0.001	(0.58)
post*treat	0.002	(1.50)
size	-0.003***	(-9.58)
age	0.001	(1.38)
lev	-0.005***	(-3.22)
growth	0.006***	(12.39)
roa	-0.114***	(-21.83)
cfo	0.022***	(6.44)
dual	-0.001	(-1.30)
ppe	-0.009***	(-5.29)
mfrate	0.041***	(12.73)
bi	-0.001	(-0.13)
own	0.00006***	(3.96)
salary	0.002***	(4.93)
Constant	0.068***	(10.63)
year/ind	控制	

(续表 5.5.1)

Observations	15,728
R-squared	0.173
Pseudo R2	0.168
F	33.67***

注：表中数据经过异方差调整；***、**、*分别表示1%、5%、10%的显著性

5.5.3 剔除政策当期样本

政策颁布后，各企业执行进程不一，为了避免《意见》颁布当年对实证结果的影响，本文在已有样本的基础上剔除 2010 年的样本，重新进行回归分析，具体结果如表 5.5.2 所示：

表 5.5.2 排除政策当期干扰

变量	riskt	
	系数	t值
treat	-0.003**	(-2.31)
post	-0.014***	(-9.40)
post*treat	0.003**	(2.21)
size	-0.001***	(-5.07)
age	0.001*	(1.88)
lev	-0.012***	(-5.65)
growth	0.006***	(7.91)
roa	-0.125***	(-10.95)
cfo	0.023***	(4.95)
dual	-0.001	(-1.43)
ppe	0.0004	(0.32)
mfrate	0.044***	(9.80)
bi	-0.002	(-0.53)
own	0.00005***	(3.34)

(续表 5.5.2)

变量	riskt	
	系数	t值
salary	0.002***	(4.29)
Constant	0.047***	(6.95)
year/ind	控制	
Observations	14,545	
R-squared	0.122	
Pseudo R2	0.120	
F	54.79***	

注：表中数据经过异方差调整；***、**、*分别表示1%、5%、10%的显著性

表 5.5.2 是剔除 2010 年样本之后的回归结果，结果显示： $post*treat$ 系数为 0.003，且在统计意义上具有 5% 的显著性水平。结果表明，剔除政策颁布当年的样本之后的回归结果与原回归结果一样，说明原回归结果并不受政策颁布当年的影响，原结论依然成立。

5.5.4 剔除央企样本

由于 2010 年中央企业开始全面实施 EVA 业绩评价，且已证明该政策的实施对中央企业风险承担产生积极作用（何威风等，2017）。为了避免 EVA 业绩考核对回归结果的潜在干扰，剔除央企样本后重新进行回归分析，具体结果见表 5.5.3 所示：

表 5.5.3 排斥 EVA 业绩考核的潜在干扰

变量	riskt	
	系数	t值
treat	-0.005***	(-4.15)
post*treat	0.005***	(4.28)
size	-0.002***	(-4.50)

(续表 5.5.3)

变量	riskt	
	系数	t值
age	0.001	(1.33)
lev	-0.010***	(-4.21)
growth	0.007***	(8.61)
roa	-0.107***	(-8.68)
cfo	0.019***	(3.75)
dual	-0.001	(-0.86)
ppe	-0.002	(-1.29)
mfrate	0.048***	(10.18)
bi	-0.004	(-0.93)
own	0.00006***	(3.88)
salary	0.001***	(3.06)
Constant	0.055***	(7.43)
year/ind	控制	
Observations	13,211	
R-squared	0.112	
Pseudo R2	0.110	
F	45.98***	

注：表中数据经过异方差调整；***、**、*分别表示1%、5%、10%的显著性

表 5.5.3 是剔除央企样本之后的回归结果,结果显示:post*treat 系数为 0.005,且在统计意义上具有 1%的显著性水平,结果表明,剔除央企的样本之后的回归结果与原回归结果一样,说明原回归结果并不受 EVA 业绩考核的影响,原结论依然成立。

5.5.5 条件双重差分

为了避免样本的自选择问题,采用“条件双重差分模型”进一步验证结果可

靠性。本文主要参考李万利等（2019）的做法，选取公司规模、财务杠杆、成长性、年度、行业作为特征变量，对处理组和控制组进行匹配，表 5.5.4 是匹配后样本进行回归的结果。结果显示， $post*treat$ 系数为 0.002，且在统计意义上具有 10% 的显著性水平，说明在控制样本自选择可能带来的影响后结果仍成立。

表 5.5.4 条件双重差分

变量	riskt	
	系数	t值
treat	-0.002**	(-2.10)
post	-0.012***	(-6.91)
post*treat	0.002*	(1.67)
size	-0.001***	(-3.64)
age	0.001	(1.44)
lev	-0.013***	(-6.26)
growth	0.005***	(6.89)
roa	-0.130***	(-17.02)
cfo	0.021***	(4.39)
dual	0.0003	(0.36)
ppe	0.0003	(0.18)
mfrate	0.037***	(8.29)
bi	-0.0004	(-0.08)
own	0.00006***	(2.74)
salary	0.002***	(3.62)
Constant	0.042***	
year/ind	控制	
Observations	7,260	
R-squared	0.128	
Pseudo R2	0.126	
F	46.34***	

注：表中数据经过异方差调整；***、**、*分别表示1%、5%、10%的显著性

6 研究结论、启示与展望

6.1 研究结论与启示

本文以 2010 年中央政府颁布的集体决策意见为基础，以 2007 年-2016 年为样本观测区间，采用政策评价模型，从风险承担角度出发，考察该《意见》的实施对国有企业的治理效应。研究发现，（1）与非国有企业相比，“三重一大”集体决策制度的实施能在短期内显著提高国有企业风险承担水平，并且在排除政策颁布当年干扰以及 EVA 业绩考核干扰之后，结果仍显著；（2）考虑政策冲击的持续性后发现，《意见》实施的治理效应始于 2013，在 2014-2016 年仍然发挥积极效应，但从 2017 年开始该政策效应消失，即《意见》的实施对国有企业风险承担水平的治理效应在长期内存在减弱迹象。（3）进一步研究发现，不同的内外部治理环境下，《意见》实施的治理效应不同，具体来说，《意见》实施的治理效应在治理环境较差企业的增量效应更明显，而在治理环境较好企业的增量作用不明显，《意见》实施的治理效应与企业的内外部治理存在一定的替代效应。

本文研究表明，“三重一大”集体决策意见作为国有企业内部决策制度的完善对国有企业具有一定的治理效应，为国有企业效率低下问题提供了另一种解决途径；此外，由于各企业内部治理程度不一，各地区外部治理环境各异，《意见》的进一步贯彻落实还可以弥补内外部治理的不完善，可以采用多种监督治理机制，为国有企业的经营发展保驾护航，也就是说，在国企的进一步深化改革过程中，除了将国有企业产权化和市场化作为国企改革的重点之外，还应该推进和完善内部决策制度，规范内部决策程序，强化监督，从根本上解决国企效率低下问题，进而推动国有企业健康发展。由于“三重一大”集体决策制度的治理效应在短期内效果明显，长期内存在减弱迹象，中央政府在进一步推进《意见》贯彻落实过程中，仍然需要不断的探索和完善，寻求《意见》实施的长效机制。

6.2 研究不足和展望

本文以集体决策意见为基础，以上市公司为对象，构建合理计量模型，通过意见实施前后相关财务数据的对比，来探究该《意见》的实施效果，取得了一定

的成果，但仍存在不足：虽然本文采用盈利波动性这一学界较为认可的方式来度量风险承担水平，但是其对于风险承担水平的度量仍然存在一定的局限性。从本文理论分析来看，企业风险承担水平主要取决于企业进行风险决策时的意愿以及对于企业对于风险的控制能力，由于风险承担意愿以及风险承担能力受太多主观因素影响，难以选取比较准确的衡量指标进行分别度量，只能以盈利波动性这一结果变量作为替代，未来还需继续探索更为精准的企业风险承担水平的度量指标。

参考文献

- [1] Acharya V and Subramanian K V. Bankruptcy codes and innovation: A model[J].Online Appendix Available,2009,22(12):4949-4988.
- [2] Adams R,Ferreira D.Moderation in Groups:Evidence From Betting on Ice Break-ups in Alaska[J].Review of Economic Studies,2010,77(03):882-913.
- [3] Aguaron J, Escobar M T, Moreno-Jimenez J M. The Precise Consistency Consensus Matrix in a Local AHP-Group Decision Making Context[J].Annals of Operations Research,2016,245(1-2):245-259.
- [4] Benmelech E, Frydman C. Military CEOs[J].Journal of Financial Economics, 2015,117(01):43-59.
- [5] Bernile G, Bhagwat V, Rau P R.What doesn't kill you will only make you more risk-loving:early-life disasters and CEO behavior[J].The Journal of Finance, 2017, 72(01):167-205.
- [6] Bowman E H.A risk/return paradox for strategic management[J].Sloan Management Review,1980,21(03):17-31.
- [7] Bruno V and Shin H S. Globalization of corporate risk taking[J].Journal of International Business Studies,2014,45(07):800-820.
- [8] Coles J L, et al. Managerial incentives and risk-taking[J].Journal of Financial Economics,2006,79(02):431-468.
- [9] DeFusco R A, et al. The association between executive stock option plan changes and managerial decision making [J].Financial Management,1991,20(01):36-43.
- [10] Dong Z, et al. Do executive stock options induce excessive risk taking?[J] Journal of Banking and Finance,2010,34(10):2518-2529.
- [11] Faccio M, Marchica M T, Mura R. Large Shareholder Diversification and Corporate Risk Taking[J].Review of Financial Studies,2011,24(11):3601-3641.
- [12] Ferrero I, Fernandez-Izquierdo M A, Munoz-Torres M J. The Impact of the Board of Directors Characteristics on Corporate Performance and Risk-taking before and during the Global Financial Crisis[J]. Review of Management Science,

- 2012, 6(02):207-226.
- [13] Habib A and Hasan M M. Firm life cycle, corporate risk taking and investor sentiment[J].*Accounting&Finance*,2015,doi:10.1111/acfi.12141.
- [14] Harjoto M A, et al. Board diversity and corporate risk taking[R].*Social Science Electronic Publishing*,2014.
- [15] He Y, Xu Z, Gu J. An Approach to Group Decision Making with Hesitant Information and its Application in Credit Risk Evaluation of Enterprises[J].*Applied Soft Computing*,2016(43):159-169.
- [16] Hilary G,Hui K W. Does Religion Matter in Corporate Decision Making in America [J].*Journal of Financial Economics*,2009,93(3):455-473.
- [17] John K, Litov L, Yeung B. Corporate Governance and Risk-Taking[J].*The Journal of Finance*,2008,63(4):1679-1728.
- [18] John K,et al. Corporate governance and risk-taking[J].*The Journal of Finance*,2008,63(04):1679-1728.
- [19] Kim E H,Lu Y. CEO Ownership, External Governance and Risk-taking[J].*Journal of Financial Economics*,2011,102(3):272-292.
- [20] Kogan N,Wallach M. Risk Taking: A Study in Cognition and Personality [M].*New York:Holt*,1964.
- [21] Li K, et al. How does culture influence corporate risk-taking[J].*Journal of Corporate Finance*,2013,23(04):1-22.
- [22] Li, Jiatao., Yi. Tang.CEO Hubris and Firm Risk Taking in China: the Moderating Role of Managerial Discretion[J]. *The Academy of Management Journal*, 2010,53(01):45-68.
- [23] Liu Y X and Mauer D C. Corporate cash holdings and CEO compensation incentives[J].*Journal of Financial Economics*,2011,102(01):183-198.
- [24] Malmendier U, Nagel S. Depression babies: do macroeconomic experiences affect risk taking?[J].*The Quarterly Journal of Economics*,2011,126(01):373-416.
- [25] Mclean R D, Zhao M Z. The Business Cycle, Investor Sentiment, and Costly External Finance[J].*Journal of Finance*,2014,69(03):1377-1409.

- [26] Nguyen P. Corporate governance and risk-taking :Evidence from Japanese firms[J].Pacific-Basin Finance Journal,2011,19(03):278-297.
- [27] Palmer T B and Wiseman R M. Decoupling risk taking from income stream uncertainty: A holistic model of risk [J]. Strategic Management Journal, 1999,20(11):1037-1062.
- [28] S.Nazari-Shirkouhi, A.Ansarinejad,SS.Miri-Nargesi,et al.Information Systems Outsourcing Decisions Under Fuzzy Group Decision Making Approach [J].International Journal of Information Technology & Decision Making, 2011, 10(06):989-1022.
- [29] Sah R, Stiglitz J. The Quality of Managers in Centralized Versus Dece-ntralized Organizations[J].Quarterly Journal of Economics, 1991, 106 (01): 289-295.
- [30] Su W and Lee C Y. Effects of corporate governance on risk taking in Taiwanese family firms during institutional reform[J].Asia Pacific Journal of Management, 2013,30(03):809-828.
- [31] Tam M C Y,Tummala V M R. An Application of the AHP in Vendor Selection of a Telecommunications System[J].Omega,2001,29(02):171-182.
- [32] Wu J, Chiclana F, Fujita H, et al. A Visual Interaction Consensus Model for Social Network Group Decision Making with Trust Propagation[J].Knowledge-Based Systems,2017(122):39-50.
- [33] Xu Y, Rui D, Wang H. A Dynamically Weight Adjustment in the Consensus Reaching Process for Group Ddecision-Making with Hesitant Fuzzy Preference Relations[J].International Journal of Systems Science,2016:1-11.
- [34] Yue Z. Group Decision Making with Multi-Attribute Interval Data[J].Information Fusion,2013,14(04):551-561.
- [35]毕晓芳,张俊民,李海英.产业政策、管理者过度自信与企业流动性风险[J].会计研究,2015(03):34-42.
- [36]陈小龙.国有企业执行“三重一大”集体决策制度面临的问题及对策[J].理论导报,2009(10):14-15.
- [37]代飞.国有企业高管政治关联、公司治理与企业价值——基于董事长、总经理

- 个人动机的视角[J].云南财经大学学报,2018(02):103-112.
- [38]戴维奇,刘洋,廖明情.烙印效应:民营企业谁在“不务正业”?[J].管理世界,2016(05):99-117.
- [39]戴伟.国有企业纪委监督保障“三重一大”决策制度有效落实探讨[J].中小企业管理与科技(中旬刊),2020(05):130-131.
- [40]董维明,葛晶,黄谦.外部经理人市场与公司内部治理对盈余管理的影响作用:替代或互补[J].审计与经济研究,2018,33(03):17-44.
- [41]杜建华.证券分析师跟踪与企业风险承担[J].财会月刊,2020(06):19-26.
- [42]范清勇.“三重一大”集体决策制度分析及实施[J].石油化工管理干部学院学报,2008(02):1-3+6.
- [43]冯晓晴,文雯.多个大股东与企业风险承担[J].中南财经政法大学学报,2020(02):25-36.
- [44]何威风,刘巍,黄凯丽.管理者能力与企业风险承担[J].中国软科学,2016(05):107-118.
- [45]何威风,刘巍.EVA业绩评价与企业风险承担[J].中国软科学,2017(06):99-117.
- [46]何鑫萍,戴亦一,翁若宇.传统宗教、市场化进程与企业风险承担[J].山西财经大学学报,2017,39(03):74-84.
- [47]何瑛,于文蕾,杨棉之.CEO复合型职业经历、企业风险承担与企业价值[J].中国工业经济,2019(09):155-173.
- [48]胡国柳,胡珺.董事高管责任保险与企业风险承担:理论路径与经验证据[J].会计研究,2017(05):40-46+96.
- [49]胡育蓉,朱恩涛,龚金泉.货币政策立场如何影响企业风险承担——传导机制与实证检验[J].经济科学,2014(01):39-55.
- [50]霍小力.《关于进一步推进国有企业贯彻落实“三重一大”制度的意见》解读[J].中国监察,2010(16):58-61.
- [51]解维敏,唐清泉.公司治理与风险承担——来自中国上市公司的经验证据[J].财经问题研究,2013(01):91-97.
- [52]金静,汪燕敏.高管薪酬外部公平性、产权性质与企业风险承担[J].商业研究,2018(04):95-102.

- [53]乐国旺,彭靖.贯彻落实“三重一大”集体决策制度的探讨[J].理论学习与探索,2014(02):25-26.
- [54]李彬,郭菊娥,苏坤.企业风险承担:女儿不如男吗?——基于CEO性别的分析[J].预测,2017,36(03):21-28.
- [55]李冬昕,宋乐.媒体的治理效应、投资者保护与企业风险承担[J].审计与经济研究,2016(03):83-91.
- [56]李培林.基于管理学视角的国企高官腐败治理研究[J].中州学刊,2015(07):27-31.
- [57]李万利,徐细雄,同小歌.“三重一大”能提高国有企业绩效吗?——基于准自然实验的研究[J].现代财经,2019(06):72-83.
- [58]李万利,徐细雄.集体决策能够改善国有企业投资效率吗?——基于“三重一大”意见的准自然实验研究[J].财贸经济,2019:80-96.
- [59]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.
- [60]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[J].会计研究,2014(01):57-64.
- [61]林朝颖,黄志刚,杨广青,石德金.基于企业微观的货币政策风险承担渠道理论研究[J].国际金融研究,2015(06):21-32.
- [62]刘思彤,张启鑫,李延喜.高管内部薪酬差距能否抑制企业风险承担[J].科研管理,2018(03):189-200.
- [63]刘志远,张瀛之,张利.国家腐败治理与企业风险承担——兼论政商关系的改善作用[J].经济与管理研究,2020(05):107-124.
- [64]卢锐.管理层权力、薪酬与业绩敏感性分析——来自中国上市公司的经验证据[J].现代财经,2008(07):107-112.
- [65]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.
- [66]马建威,李江,姜楠楠.公允价值变动、市场化程度与审计收费[J].北京工商大学学报(社会科学版),2020(06):56-57+124.
- [67]马兰艳.“三重一大”集体决策制度在医院临床科室管理中落实及执行情况的

- 调查分析[J].中国医学,2014(06):37-40.
- [68]马志奇,马立群.上市公司治理结构研究[J].东南大学学报(哲学社会科学版),2018,20(S1):5-8.
- [69]强国令.管理层股权激励是否降低了公司过度投资——来自股权分置改革的经验证据[J].投资研究,2012(02):31-43.
- [70]邱洋冬,陶锋.选择性产业政策提升了企业风险承担水平吗?——基于高新技术企业资质认定的证据[J].经济科学,2020(01):46-58.
- [71]任得永.“三重一大”集体决策的落实对企业健康发展的深远影响[J].财经界(学术版),2016(01):49+104.
- [72]宋建波,文雯,王德宏,申伟.管理层权力、内外部监督与企业风险承担[J].经济理论与经济管理,2018(06):96-112.
- [73]苏坤,张健.公司治理对企业风险承担的影响研究[J].西安财经学院学报,2016,29(01):43-49.
- [74]苏坤.管理层股权激励、风险承担与资本配置效率[J].管理科学,2015,28(03):14-25.
- [75]苏坤.企业风险承担经济后果研究——基于债务期限结构的视角[J].现代管理科学,2016(06):57-59.
- [76]苏坤.企业风险承担研究述评与未来展望[J].软科学,2015,29(09):72-75.
- [77]苏坤.重商文化、风险承担与企业价值[J].浙江工商大学学报,2017(01):89-97..
- [78]孙玥璠,陈爽,张永冀.高管团队异质性、群体断裂带与企业风险承担[J].管理评论,2019(08):157-168.
- [79]汤泰劫,吴金妍,马新啸,宋献中.非国有股东治理与审计收费——基于国有企业混合所有制改革的经验证据[J].审计研究,2020(01):68-77.
- [80]汤颖梅,余亚云.国有企业混合所有制改革与企业风险承担[J].会计之友,2020(05):149-155.
- [81]童若思.国有企业“三重一大”集体决策制度实施效果评价研究[D].北京:对外经济贸易大学,2018.
- [82]王菁华,茅宁.经济政策不确定性影响企业风险承担吗? [J].华东经济管理,2019(08):124-135.

- [83] 王菁华,茅宁.企业风险承担研究述评及展望[J].外国经济与管理,2015,37(12):44-58.
- [84] 王雷,顾晓敏,高攀.公司治理环境对高管减持获利性的制约作用研究——基于中国创业板的实证研究[J].经济经纬,2014,31(06):101-107.
- [85] 王萍.对国有企业落实“三重一大”集体决策制度的思考与实践[J].办公室业务,2014(21):19-20.
- [86] 王倩.货币政策对企业风险承担的影响——杠杆率的中介效应研究[D].浙江:浙江财经大学,2019.
- [87] 王翔.浅析“三重一大”的历史渊源——及国有企业执行中的思考[J].中国电子商务,2014(10):279.
- [88] 王晓红,何莉.国有企业贯彻执行“三重一大”集体决策制度的重要意义[J].发展,2009(03):80.
- [89] 王欣,阳镇.董事会性别多元化、企业社会责任与风险承担[J].中国社会科学院研究生院学报,2019(02):33-47.
- [90] 王英美,曾昌礼,刘芳.国家审计、国有企业内部治理与风险承担研究[J].审计研究,2019(05):15-22.
- [91] 吴倩,潘爱玲,刘昕.产业政策支持、企业生命周期与风险承担[J].商业经济与管理,2019(01):74-87.
- [92] 熊项斌.提高党政机关“三重一大”集体决策制度执行力的思考[J].学校党建与思想教育,2011(36):28-29.
- [93] 徐晓慧,李杰,黄先海.企业内部治理对跨国并购绩效的影响——基于不同制度环境的研究[J].国际贸易问题,2019(03):14-25.
- [94] 杨道广,王金妹,龚子良.分析师在企业风险承担中的作用:治理抑或压力[J].北京工商大学学报(社会科学版),2019,34(01):20-30.
- [95] 杨晶晶,苗连琦.审计师的自我效能感、群体决策于审计风险评估[J].中国注册会计师,2014(04):82-90.
- [96] 杨卫红.国有企业推行和落实集体决策制度的思考[J].江南论坛,2015(05):42-43.
- [97] 叶建宏.核心高管参军经历对企业风险承担的影响[J].金融论

- 坛,2017(09):68-80.
- [98]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(09):112-124.
- [99]余明桂,钟慧洁,范蕊.业绩考核制度可以促进央企创新吗[J].经济研究,2016(12):104-117.
- [100]余明桂,李文贵,潘红波.管理者过度自信与企业风险承担[J].金融研究,2013(01):149-163.
- [101]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(09):112-124.
- [102]张宏亮,王靖宇,李慧聪.限薪、晋升激励与国企高管风险承担[J].现代经济探讨,2017(08):34-42.
- [103]张洪辉,章琳一.产权差异、晋升激励与企业风险承担[J].经济管理,2016,38(05):110-121.
- [104]张洪辉,章琳一.国有公司高管在职消费与风险承担:效率促进还是代理冲突? [J].江西财经大学学报,2018(01):50-58.
- [105]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.
- [106]张前程,龚刚.货币政策与企业风险承担:投资者情绪的中介效应[J].当代经济科学,2016,38(03):20-32.
- [107]张娆,路继业,姬东骅.产业政策能否促进企业风险承担[J].会计研究,2019(07):3-11.
- [108]张瑞君,李小荣,许年行.货币薪酬能激励高管承担风险吗? [J].经济理论与经济管理,2013(08):84-100.
- [109]张玉伟.中等职业学校落实“三重一大”制度的调查和思考[J].教育理论与实践,2009(06):62-64.
- [110]张志宏,朱晓琳.产权性质、高管外部薪酬差距与企业风险承担[J].中南财经政法大学学报,2018(03):14-23.
- [111]赵丽娟,张敦力.CEO 社会资本与企业风险承担——基于委托代理理论和资源获取的理论视角[J].山西财经大学学报,2019,41(02):80-92.

- [112]赵龙凯,岳衡,矫堃.出资国文化特征与合资企业风险关系探究[J].经济研究,2014(01),51-64.
- [113]郑晓倩.董事会特征与企业风险承担实证研究[J].金融经济学研究,2015(05):107-118.
- [114]朱华庆.国有企业落实“三重一大”集体决策制度的措施[J].发展,2010(04):60-61.
- [115]左燕.电力企业实行“三重一大”集体决策制度的实践与思考[J].现代国企研究,2017(08):76+108.

后记

图书馆三楼依旧窗明几净，三年忙忙碌碌，还没好好感受图书馆窗外的风景，就要毕业说再见了。三年过往，短暂但美好，忙碌却充实。图书馆见证了三年的努力和成长，三年所得离不开导师南星恒教授的支持和帮助、任课老师的指导和教诲以及家人和同学的关心和陪伴。

三年前，毅然决然选择南老师，是我做的最正确的选择；得偿所愿选到南老师，是我至今最大的幸运。三年来，确实收获颇丰。研一是我第一次参加案例大赛，不懂得何谓逻辑性、何谓故事性，是南老师教会我如何将案例以故事展现；在小论文撰写过程中，南老师的修改可谓一丝不苟，大到框架，小到标点，都是极其认真地修改，返修的论文每次都是密密麻麻的标注，这为我之后毕业论文的撰写以及今后的工作提供了非常大的帮助；同时，我的毕业论文也是在南老师的指导下完成，论文的选题及框架都包含着南老师的辛苦付出。三年来，已记不清有多少次深夜收到南老师的邮件回复，每每此刻便深感愧疚。除此之外，在生活中也受到南老师的很多帮助和关心。2020年4月的一天，父亲意外查出脑肿瘤，在我们就医无门、手足无措之时求助南老师，帮我们打听医院及专家，提醒我查询了解病情相关信息以备不时之需，告诉我如何安抚病人情绪及照顾病人等，甚至还到医院探望，长达一个多月的就医过程中，备受南老师关爱！在此，非常感谢南老师三年的传道、授业和解惑以及在生活中给予的关心和帮助。

研究生期间，也得到了其他任课老师以及答辩组老师的指导和帮助，感谢他们的辛苦付出！同时，论文写作的进步也离不开小论文匿名专家的评审意见，也非常感谢匿名专家的帮助！

此外，这三年也得到了同门兄弟姐妹、学长学姐、同学及舍友的帮助。在学习中，协助我参加案例大赛，手把手教我入门计量软件的使用，一起探讨商量选题，帮助我解决数据处理难题等，提供了很多学习经验、资料查询渠道等，为之后的学习大有裨益；在生活中，茫然无助时的指导、心情沮丧时的开导、烦躁郁闷时的安慰以及不时关心和偶尔的惊喜为枯燥乏味的学习生活添姿增色，非常感谢你们三年来的陪伴和关爱！

细想入校已七年，眼看着即将毕业离校，心中太多的不舍与牵挂。