

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 高管持股对企业风险承担的影响：利益趋同
效应还是管理防御效应

研究生姓名： 陈再杭

指导教师姓名、职称： 袁有赋 副教授

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： 2022年6月1日

独创性声明

本人声明所呈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：陈再杭 签字日期：2022.6.1

导师签名：袁有斌 签字日期：2022.6.3

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內容。

学位论文作者签名：陈再杭 签字日期：2022.6.1

导师签名：袁有斌 签字日期：2022.6.3

The impact of executive stock ownership on corporate risk-taking: Benefit convergence effect or managerial defense effect

Candidate: Chen Zaihang

Supervisor: Yuan Youfu

摘 要

高管持股作为一项激励制度,目的是把高管的利益与企业的业绩和风险紧密的捆绑在一起。通过高管持股的方式,可以促进高管在投资决策方面积极进行风险承担,为企业创造价值,给股东增加财富,同时使自身持有的股权升值。本文基于我国上市公司高管持股以及大股东持股的情况,通过对以往文献进行归纳整理和公司财务指标进行实证分析,以企业风险承担的视角,研究高管持股产生的经济效应。目前存在部分企业风险承担不足,致使长期处于发展低迷状态,或者过度承担风险导致濒临破产边缘。因为高管持有了任职公司的股票,也成为了公司的股东,做出的投资决策对企业的风险承担产生影响。以往的学者大多聚焦在高管持股对于公司绩效和公司价值的影响,鲜有直接涉及以企业风险承担的视角来进行研究。公司提升业绩和增加利润的重要途径之一就是进行投资活动,进行投资活动必然伴随着风险承担。高管作为投资决策的关键人物,由于持有公司的股权,在进行投资活动时进行着风险与收益的考量,研判对其持有股权价值与公司业绩的影响。

为此,本文以风险承担的视角来研究高管持股所产生的经济效应,选取2015-2019年我国沪深A股上市公司为样本,研究高管持股对于企业风险承担是如何进行影响的,二者之间的关系又将如何变化。研究表明:高管持股与企业风险承担之间具有先上升后下降的倒U型关系。当高管持股低于临界值时,高管持股出现利益趋同效应,使企业风险承担水平提高;当高于临界值时,高管持股出现管理防御效应,使企业风险承担水平降低。考虑在不同的股权集中度下,高管持股对企业风险承担的影响有何区别时,发现股权集中度高的公司,高管持股与企业风险承担的临界值点比低股权集中度的公司的高管持股与企业风险承担的临界值点更为滞后,即高股权集中度的企业的高管持股利益趋同效应区间比低股权集中度的企业的利益趋同效应区间更大。

关键词: 高管持股 利益趋同效应 管理防御效应 区间效应 企业风险承担

Abstract

Administrative shareholding as an incentive system aims to tie the interests of executives to the recital and jeopardies of the company. Through the way of executive shareholding, it can encourage executives to actively take jeopardies in investment decisions, create value for enterprises, increase wealth for shareholders, and appreciate the equity they hold. Based on the shareholding of senior executives and major shareholders of listed companies in China, this paper comporments an empirical analysis of the previous literature and the company's financial indicators, and studies the economic effects of executive shareholding from the perspective of corporate jeopardy bearing. At present, some enterprises have insufficient risk bearing, resulting in a long-term downturn in development, or excessive risk-bearing has led to the brink of impoverishment. Because the executives hold shares in the company they work for and become shareholders in the company, the investment decisions they make have an impression on the risk assumption of the company. Previous scholars mostly focused on the impact of executives' shareholdings on company presentation and company value, and few directly involved research from the perspective of corporate risk-taking. One of the important ways for companies to improve performance and increase profits is to carry out investment activities, and investment activities must be accompanied by risk-taking. As the key person in investment decision-making, executives, because they hold the company's equity, take into account the risks and benefits when conducting investment activities, and study and judge the impact on the value of their equity and company performance.

Therefore, this essay uses the economic effects of executive shareholding from the perspective of risk bearing, picks out 2015 to 2019 as a diagram from China's Shanghai and Shenzhen A-share itemized companies, and revisions how administrative shareholding affects corporate risk bearing, and how the relationship between the two will change. Essay has made known that there is an overturned U-shaped affiliation between administrative shareholding and company danger assumption, which rises first and then declines. When the senior management

shareholding is lower than the critical value, the convergence effect of the interests of the executive shareholding increases the level of enterprise risk bearing; when it is above the critical value, the management defense effect of the executive shareholding decreases the level of enterprise risk bearing. Thinking of the difference between the influence of administrative shareholding on company jeopardy hypothesis under different equity concentrations, it is found that in companies with high equity attentiveness, the lethal value point between administrative shareholding and company jeopardy hypothesis is more lagging behind the critical value point between executive shareholding and enterprise risk assumption in establishments with low evenhandedness attentiveness, that is the convergence effect range of executive shareholding interests of enterprises with high equity concentration is greater than that of enterprises with low equity concentration.

Key words: Managerial ownership; Benefit convergence effect; Management defense effect; interval effect; Corporate risk-taking

目 录

1 绪论	1
1.1 研究背景.....	1
1.2 研究目的及意义.....	3
1.2.1 研究目的.....	3
1.2.2 研究意义.....	3
1.3 研究内容及研究框架.....	3
1.3.1 研究内容.....	3
1.3.2 研究框架.....	5
1.4 研究方法.....	6
1.5 可能的创新点.....	6
2 文献综述	7
2.1 高管持股相关文献综述.....	7
2.1.1 高管持股的利益趋同效应.....	7
2.1.2 高管持股的管理防御效应.....	8
2.1.3 高管持股的区间效应.....	9
2.2 股权集中度与企业风险承担的研究综述.....	11
2.3 企业风险承担与企业绩效的研究综述.....	12
2.4 文献述评.....	13
3 理论分析和研究假设	14
3.1 基础理论.....	14
3.1.1 委托代理理论.....	14
3.1.2 行为决策理论.....	15
3.1.3 激励理论.....	16
3.2 研究假设.....	17
3.2.1 高管持股对企业风险承担的影响.....	17
3.3.2 股权集中度的调节效应.....	18
4 研究设计	20

4.1 数据来源及样本选择.....	20
4.2 变量设置.....	20
4.2.1 因变量.....	20
4.2.2 自变量.....	20
4.2.3 调节变量.....	20
4.2.4 控制变量.....	21
4.3 模型构建.....	21
5 实证分析	23
5.1 描述性统计分析.....	23
5.2 相关性统计分析.....	26
5.3 回归分析.....	27
5.3.1 高管持股对企业风险承担的回归.....	27
5.3.2 股权集中度的调节效应.....	28
5.4 进一步分析.....	30
5.4.1 不同业绩水平下高管持股的经济效应.....	30
5.4.2 不同现金持有量水平下高管持股的经济效应.....	31
5.4.3 是否有重大诉讼下高管持股的经济效应.....	32
5.4.4 不同股利分配方式下高管持股的经济效应.....	34
5.5 稳健性检验.....	35
5.5.1 更换高管持股衡量指标.....	35
5.5.2 更换企业风险承担指标.....	37
5.5.3 企业风险承担滞后一期回归.....	39
5.5.4 重新筛选样本.....	41
6 研究结论与展望	44
6.1 研究结论.....	44
6.1.1 高管持股与企业风险承担之间存在倒 U 型关系.....	44
6.1.2 高股权集中度下的公司高管持股利益趋同效应区间更长.....	44
6.1.3 高管持股在低绩效水平公司中利益趋同效应更强.....	45
6.1.4 高管持股在高现金持有量水平公司中利益趋同效应更强.....	45

6.1.5 高管持股在无重大诉讼公司中利益趋同效应更强.....	45
6.1.6 高管持股以现金方式分配股利公司中利益趋同效应更强.....	46
6.2 相关建议.....	46
6.2.1 合理控制企业风险承担.....	46
6.2.2 加强大股东对高管的监督效应.....	46
6.2.3 加强高质量股权激励机制和内部控制的建设.....	47
6.2.4 秉持中庸理念.....	47
6.2.5 完善公司治理体系.....	47
6.3 研究局限.....	47
6.4 研究展望.....	47
参考文献	49
后 记	58

1 绪论

1.1 研究背景

当前，高管作为企业的管理者和各项政策执行者，在公司治理、投资决策、品牌文化、社会责任等方面均发挥着至关重要的作用。高管持股这一现象在上市公司中普遍存在。已有学者研究了高管持股对于代理成本、研发投入、现金持有、股利政策、社会责任、企业价值存在区间效应，即高管持股比例低于临界值时，高管持股能够降低代理成本、增加研发投入、减少现金持有、倾向于少派发现金股利、承担社会责任、提高企业价值；高管持股比例高于临界值时，高管持股能够增加代理成本、减少研发投入、增加现金持有、倾向于多派发现金股利、规避社会责任、降低企业价值。

股东授予高管持有本公司股份，归根到底是为了提高公司价值的。通过投资活动是提高公司价值的一种重要途径，增加研发力度、减少现金持有、倾向于少派发现金股利、积极履行社会责任都是与投资密切相关的。而投资活动又同时伴随着风险，股东希望高管多进行高风险高回报的项目投资为企业获取财富，积极进行风险承担，提高公司价值。但是，身为企业所有者的股东与企业管理者的高管利益希冀是有所区别的，二者面临的风险又不尽相同。股东所追求的是持有股票价值的最大化，高管所追求的是付出较少的劳动来获得更大的收益。股东持有多家公司的股票可以进行分散风险，因此更希望企业能承担较高的风险水平，尽可能在高风险净现值为正的项目加大投资力度。高管的主要精力只能为一家公司服务，其经营水平的体现往往通过公司的业绩来反映，决定着高管的薪资水平。高管在位期间进行高风险项目投资的成功率通常较低，而且投资失败风险难以分散，带来的损失难以弥补，一般只进行一些风险较低的、收益稳定的短期投资项目，避免投资失败影响自己任期内的业绩等考核指标，进而造成降薪解聘的后果。高管的这种牺牲企业长期价值创造的短视行为使得股东权益蒙受损失，也不利于公司的长远发展。

通过高管持股的方式，可以一定程度上，解决高管的风险规避态度来促进企业的长远发展。企业为获得利润、创造财富、提升价值就不可避免的要进行一定

的风险承担。当高管对于投资项目进行决策时，不能不考虑其所承担的风险。对于企业而言，收益总伴随相应的风险，不承担任何风险就发展壮大几乎不可能存在。因此风险承担对企业来讲不可或缺，现如今很多公司将风险承担视为投资议程中的关键因素。企业的高管对于投资项目进行决策，获得利润、创造财富、提升价值所综合体现的风险意向和能力，可以理解为企业风险承担的内涵。例如近年来石光银治沙集团通过高管持股计划，进行数百座大棚改扩建，发展林业种植等多项基础建设产业投资，积极进行风险承担，扩大了企业的收入来源，提升了企业业绩，也是企业发展五风十雨的不二法门。

但高管持股比例过高会产生自利行为，会对企业长期价值创造产生不利影响。同时，作为公司治理结构关键部分的股权结构，会对高管投资决策形成过程产生重大影响，影响着企业风险承担水平。股权集中度中的大股东控制权能够发挥监督管理的作用。缺乏大股东控制权的监督作用，股权激励将是企业和市场的灾难，高管的自利行为和权力滥用将无法遏制。股权集中度中的大股东控制权可以对高管的自利行为和权力滥用提供可靠监督。一方面，大股东的持股比例较高，其控制权越强，能够发挥出监督作用，约束高管做出基于自身利益的风险规避行为，促使其做出符合股东利益为公司创造价值的投资决策。另一方面，若大股东的持股比例较低，则其控制力较弱，不能有效的发挥出监督作用，此时高管就更有动机做出基于自身利益侵害股东权益的投资行为。

因此对于企业来讲，更有效的发挥高管持股的激励作用，提升企业风险承担水平，加快企业发展速度，提升企业绩效。此外更好的发挥股权集中度的监督作用，避免高管持股过高出现自利动机，降低企业风险承担，削弱企业竞争优势，不利于企业长期价值创造。

本文在已有学者研究高管持股与股利政策、现金持有、研发投入、社会责任、企业价值的基础上，通过高管持股对于投资项目风险的选择，以企业风险承担的视角，来研究高管持股的经济效应。并考虑在不同股权集中度下，高管持股对于企业风险承担的影响有何差异性。

1.2 研究目的及意义

1.2.1 研究目的

对于当前关于高层管理者持股效应的研究大多聚焦于公司绩效与企业价值方面,从风险承担的角度来探究高层管理者持股效应是一个新鲜话题。高管在作出投资项目决定后,最先影响的是企业风险承担,研究高管持股在不同区间的经济后果对企业风险承担产生的影响,丰富了企业风险承担的影响原因,进而在此基础上探究不同的股东集中度下高管持有对企业风险承担的影响是否有差异。

1.2.2 研究意义

(1) 理论意义

现阶段直接讨论高管持股对企业风险承担的影响的文献较少。本文结合相关理论,以企业风险承担的视角,研究高管持股的经济效应。同时研究处于不同的股权集中度下,高管持股在不同区间对企业风险承担影响的效应是否存在差异。

(2) 实践意义

提倡高管孜孜矻矻适度冒险,发挥利益趋同效应,为企业创造价值,反对高管轻率冒进过度增加企业风险水平,加大企业财务危机。提倡高管慎终追远把控风险,让企业平稳发展。反对高管消极懈怠降低企业承担水平,发挥管理防御效应,不利于企业长期价值创造。发挥出高管持股的激励作用并更好的发挥出股权集中度的监督作用,让企业既不走固步自封厌恶风险的破路,也不走铤而走险迷恋风险的邪路。

1.3 研究内容及研究框架

1.3.1 研究内容

本文的主要内容分为六章,具体内容安排如下:

第一章:绪论。首先简要介绍本文的研究背景,在此基础上说明本文的研究目的与意义、研究内容与框架、研究方法。

第二章：文献综述。本章主要梳理三类文献，第一类为高管持股经济效应的相关文献，包括高管持股的利益趋同效应、管理防御效应、区间效应。第二类是股权集中度与企业风险承担的相关文献综述。第三类是企业风险承担与企业价值的相关文献综述。

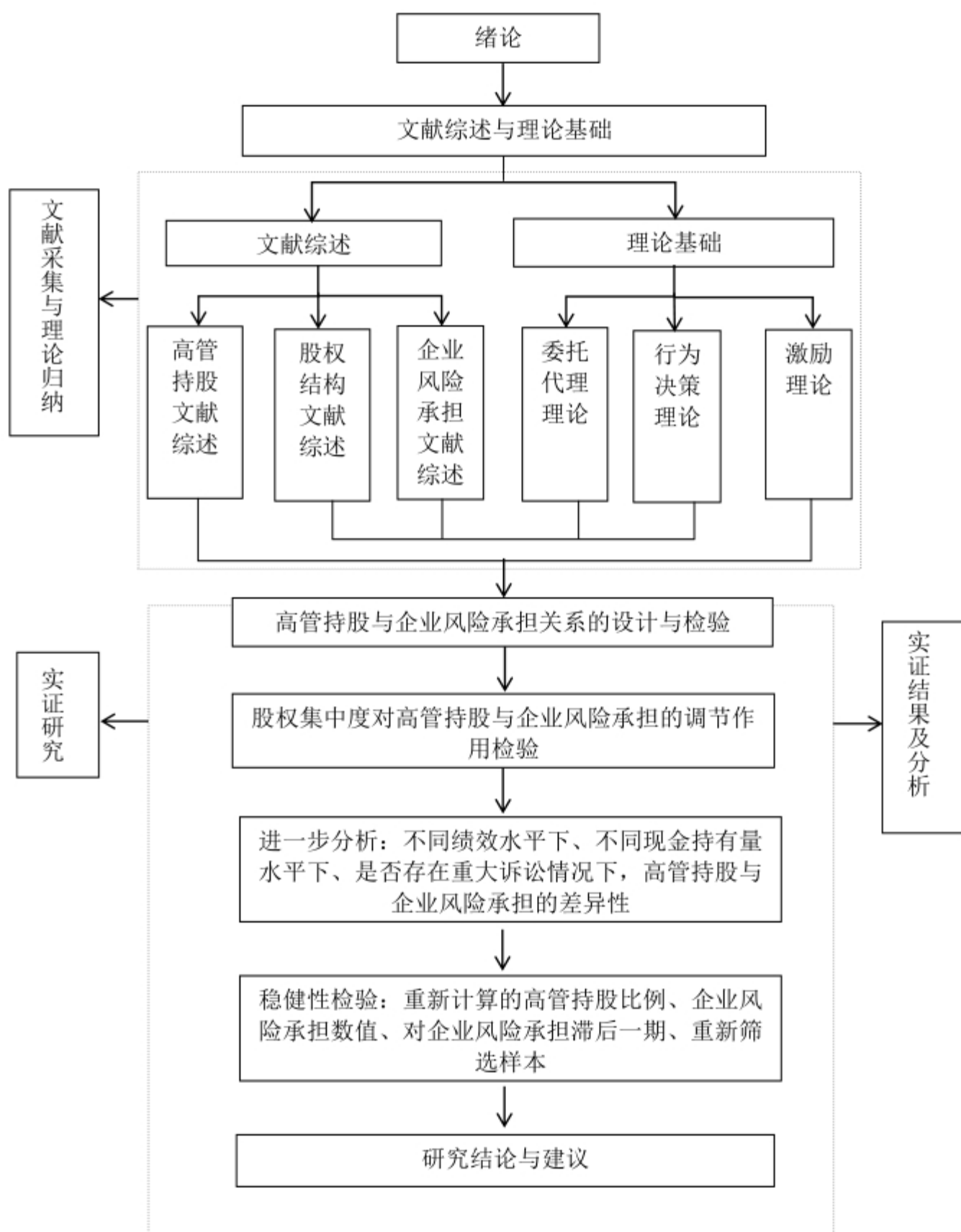
第三章：理论介绍与研究假设。介绍相关基础理论，在此基础上进行逻辑推导提出相应的研究假设。

第四章：研究设计。结合以往学者研究的基础上选择度量企业风险承担的相关指标，并将股权集中度设置为虚拟变量，并构建相应的回归模型。另外，对模型中涉及的相关变量做出定义并对数据的来源做相应的介绍。

第五章：实证检验与结果分析。本章选择上市公司的相关数据及指标代入模型当中进行检验，来验证高管持股在不同区间下对企业风险承担中发挥的效应以及不同股权集中度下高管持股对企业风险承担影响效应的差异性。最后在此基础上，利用重新计算的高管持股比例、企业风险承担数值、对企业风险承担滞后一期、重新筛选样本来进行稳健性回归，加强对本文实证结论的稳健性。

第六章：研究结论与建议。通过实证分析结果验证所提出的假设，得出有关结论，并根据研究结论提出相应的建议对策。

1.3.2 研究框架



1.1 研究思路图

1.4 研究方法

规范研究法。分别总结和梳理了现有关于高管持股的经济效应、股权集中度与企业风险承担、企业风险承担与企业价值的文献，介绍相关基础理论，在此基础上进行逻辑推导提出相应的研究假设。

实证研究法。通过对基础理论进行逻辑推导提出相应的研究假设，并针对研究假设建立研究模型，选择上市公司的相关数据及指标代入模型当中进行检验。根据检验结果来验证所提出的假设正确与否。

1.5 可能的创新点

研究视角方面，本文以企业风险承担为视角，探讨高管持股的经济效应。以往对高管持股经济效应的研究主要集中在股利政策、现金持有、研发投入、社会责任、企业价值方面。这些均与企业投资活动密切相关，而投资活动又涉及到风险承担。本文在以往学者研究的基础上，研究高管持股与企业风险承担之间的关系，通过实证分析发现存在倒 U 型关系，存在区间效应，拓宽了高管持股经济效应的研究范围。

研究内容方面，本文研究的对象聚焦在临界值点上。探讨处于不同的股权集中度下，高管持股与企业风险承担之间倒 U 型关系中的临界值点的变化引发的利益趋同效应区间和管理防御效应区间的变化有何差异性。

2 文献综述

2.1 高管持股相关文献综述

作为代理人的高管，负责公司日常的经营活动，执行各项决策。由于高管以个人自身作为要素，分身乏术，不可能像股东可以将资金投入到多家公司进行风险分散，因此高管与股东对于风险的态度是不同的。高管对于风险的态度是厌恶的，在进行投资项目决策的时候，对于净现值为正但高风险高回报的项目基本予以舍弃。由于高管吴牛喘月，认为高风险的投资项目带来的回报是乌头马角，不愿意进行风险承担，使公司长期的发展利益受到了桎梏，致使增加了公司的代理成本。一些学者们研究发现，通过授予高管拥有任职公司的股权，让高管根据持有股权分享收益，能让高管进行投资决策时与股东的利益不谋而合，让二者之间的利益界限不分畛域，使高管持股产生利益趋同效应。另一种观点认为，当高管持股比例的增加，随之带来的是太阿倒持，高管有能力摆脱公司的桎梏，利用权力为自己牟取私利，即高管持股产生管理防御效应。

2.1.1 高管持股的利益趋同效应

部分学者研究认为随着高管持股权比例的增加，使代理成本减少，提升了公司业绩，出现利益趋同效应。例如，Jensen 和 Meckling (1976) 研究发现，当高管持有公司股票数量的增加，让其与股东的利益由云泥之别转变为不约而同，促使高管为了公司长远发展而采取积极的投资策略。Murphy (1988) 等学者也指出，高管获得公司的股份，获得股价上涨和股息分红的实在利益，使得高管更加注重与自身股权价值密切相关的公司长期经济利益。Fama (1980) 从企业绩效的视角出发，选取了 611 家法国公司高管持股对于公司绩效的影响，发现让高管持有其任职公司的股份，并增加其持股比例，代理成本能得到显著下降，促使企业业绩也显著提升。Deschamps (1996) 以法国制造业的 383 家企业为研究对象，研究发现公司经济增加值会随着高管持股比例增加而水涨船高。Kushner (2001) 随机选取了美国 186 家公司的数据，将公司是否存在高管持股进行分组，发现存在高管持股的公司的净资产收益率高于没有高管持股的公司。Wellesley

等（2006）研究了 1996-2000 年间 138 家英国公司高管持股对公司业绩的影响，选择总资产收益率和经济增加值来衡量公司业绩，发现高管持股产生利益趋同效应。Roman（2008）研究高管持股在高科技公司中，发现高管持股不仅能提高企业价值，还能促进企业在研发方面的投入。高管持股产生的经济效应对于公司价值方面，国内学者亦有众多的研究。张俊瑞等（2003）研究了高管持股与公司经营业绩之间的这种正相关关系容易受到财务杠杆、市盈率影响，且对异常值较为敏感。卢宁文和杨广星（2021）以我国民营企业为样本，研究发现通过高管持股，有助于提高民营上市公司的公司价值。黄嫦娇（2016）研究了我国民营企业，将其是否上市分为了两组，研究发现高管持股比例的增加，对于提高公司绩效有耳目昭彰的促进作用，而且这种促进作用在民营上市公司中更强。此外，学者们也研究了高管持股与企业研发投入的关系。刘运国和刘雯（2007）对比研究了高新技术公司和非高新技术公司中，高管持股对公司研发支出的影响。研究发现我国高新技术公司和非高新技术公司中，高管持股比例的增加，均能显著提高公司的研发支出。而且这种促进作用在高新技术公司中更强。康华等（2011）等研究了 2005-2008 年间 821 家上市公司 CEO 持股比例对企业研发支出的影响，发现 CEO 持股比例的增加后，加大了研发力度，研发支出方面花费了大量资金。

2.1.2 高管持股的管理防御效应

Reenen（1997）认为当高管持有更多的股权时，他们对自身持有的股权价值下跌变得更加敏感。因此他们会选择风险低、回收期短、收益稳定、流动性强的投资项目，出现自利动机，产生管理防御效应。注重眼前的短期利益，维护自身的利益，从而忽视了公司的长期价值创造，降低了公司价值。Shleifer 和 Vishny（1989）认为，高管持股比例持续提高，高管所拥有的权力也不断增大，利益趋同效应减弱，管理防御效应增强。Skrein（2001）随机选取了美国 183 家公司的数据，研究发现，将公司资产负债率是否高于 50%分为了两类。相对于资产负债率低于 50%的公司，资产负债率高于 50%的公司当中，高管持股比例越高，企业净资产收益率越低，即高管持股不利于提升企业价值。Eric（2005）认为，随着持股比例的增加，高管在公司当中拥有更大的控制力，有强烈的意愿按照自己的想法来进行行动。此时来自董事会的约束力越来越弱，当与股东的意见相左时，

高管会从维护自身利益的角度出发，做出有损股东利益的决策。Ramos 和 Azpilicueta (2013) 以经济增加值来衡量公司价值，发现高管持股数量越多，公司经济增加值越小。Matthew 和 Mary (2014) 认为由于管理者自利行为的存在，通过管理层持股的方式并不能有效降低代理成本。赵洪江等 (2008) 探讨了管理层持股对公司创新投入的影响，发现管理层对于研发失败诚惶诚恐，不愿意在花费大量资金在公司的创新投入方面。王海妹等 (2014) 通过实证检验发现，高管持股比例越大，为避免因履行社会责任可能导致当期业绩下滑，高管将利用自身股权所赋予的权力做出不从事社会责任的活动，来逃避承担社会责任。因此，高管持股对于企业社会责任具有负向影响。吕长江和王克敏 (1999) 研究了高管持股对股利政策的影响，实证结果表明高管持股比例越高，公司股利支付水平就越低。樊宏涛 (2020) 研究了 2010-2017 沪深 A 股上市公司高管持股对现金持有的关系，研究发现随着持股比例的提高，高管出于自利动机，对于现金需求量增加，来进行在职消费等。鲍盛祥和张情 (2013) 在控制了公司规模、资产负债率后，发现股权激励的程度越大，即高管持股比例越大，公司价值反而下降。

2.1.3 高管持股的区间效应

学者们现有研究对于高管持股产生的经济效应究竟是哪一种也是众说纷纭。因此，有部分学者认为高管持股会产生区间效应，即持股比例处在不同的区间，可能将产生不同的效应。Gugler 等 (2008) 对德国制造业上市公司进行研究，选用经济增加值指标来代表公司价值，发现高管持股比例和公司价值存在显著的倒 U 型关系。当高管持股比例较低时，为了提高自身持有的股权价值，选择高风险、高回报率的项目来进行投资，为公司带来丰厚的利润，进而增加公司业绩，使公司价值提升。当高管持股比例较大时，高管拥有较大的权力来控制公司的投资决策，此时高管为了避免收益的高度不确定性给自身持有的股权带来损失，对于风险有着吴牛喘月心态，进而选择低风险、回报率低、期限短的项目进行投资。出于对自身利益的维护做出损害公司长期价值创造的行为，使公司价值下降。Thomas 等 (2007) 研究认为，管理层持股比例不是越高越好，而是存在一个最优持股比例，使得公司价值达到最大化。除了高管持股与企业价值关系存在区间效应外，部分学者研究发现高管持股在股利政策、社会责任、现金持有、研发投

入等方面亦存在区间效应。Kroos 和 Manue (2014) 采用 863 家意大利上市公司为样本, 研究发现当高管持股比例低于 25% 的时候, 高管为了自身持有的股权升值, 通过积极从事社会活动, 提升公司的社会知名度, 有利于潜在的客户购买公司的商品或服务, 从而致使对企业社会责任产生了积极作用; 当持股比例高于 25% 的时候, 高管为了避免从事社会活动导致公司业绩下滑, 使自身持有的股权价值贬值, 会减少在社会责任活动方面的投入, 从而导致高管持股对企业社会责任产生负向影响。Sergey (2008) 选取了俄罗斯 211 家上市公司作为样本, 研究了高管持股对研发投资的影响, 发现存在倒 U 型关系。当高管持股比例低于 30% 的时候, 增加了研发支出, 通过企业创新创造的收益提升公司价值, 进而增加自身持有的股权价值; 当高管持股比例高于 30% 的时候, 高管会害怕因为创新失败引发自身降薪或解聘的风险, 减少研发支出, 从而对研发投入不足。Abdioğlu (2016) 以 2005-2013 年君士坦丁堡证交所上市公司在 2005-2013 年的面板数据, 研究发现高管持股对企业现金持有量存在区间效应。当高管持股比例低于 35% 的时候, 出现利益趋同效应, 高管会使企业倾向持有少量现金; 当高管持股比例高于 35% 的时候, 出现管理防御效应, 高管会使企业维持大量的现金。Schooley 和 Barney (1994) 当管理层持股低于某一临界值时, 发挥出利益趋同效应, 使代理成本减少, 从而减少公司在支付现金股利方面的支出; 当管理层持股高于某一临界值时发挥出管理防御效应, 此时的管理层拥有较大的权力使得来自股东的监督减弱, 增加代理成本, 管理层倾向于加大派发现金股利的力度。

我国学者的研究也发现高管持股存在区间效应。吴淑琨 (2002) 通过对上市公司进行研究, 当其低于临界值时, 出现利益趋同效应, 可以增加公司绩效; 当其高于临界值时, 出现管理防御效应, 能够降低公司绩效。蔡吉甫和陈敏 (2005) 以上市公司是否为国有控股分为了两类进行对比研究, 发现存在着倒 U 型关系, 且国有控股公司的临界值点比非国有控股公司的临界值点更加滞后。韩亮亮等 (2006) 发现高管持股的现象在民营企业中, 对企业价值的影响时先上升后下降再上升的非线性关系。胡旭微等 (2013) 基于中小板上市公司的样本, 对管理层持股如何影响公司价值进行实证分析, 发现当管理层持股比例低于 33% 时, 二者之间的利益出现了相视莫逆, 产生利益趋同效应, 管理层会为了自身持有股权价值的提升注重公司长期价值创造, 减少短视行为, 从而增加公司价值; 当其在

33%-50%的范围之间时,两者之间的利益出现了不一致,出现管理防御效应,管理层为了保持自身股权价值的稳定会更加任职期间内的业绩,注重短期绩效而忽视长远发展,从而造成公司价值下降。梅世强和位豪强(2014)选取创业板上市公司作为研究对象,发现此时出现的利益趋同效应与管理防御效应之间分庭抗礼、并驾齐驱,并且随着持股比例的变化,二者之间的力量对比发生此起彼伏的变化。当其低于20%或高于50%时,整体表现为利益趋同效应,对企业价值产生积极作用;当其在20%-50%的范围之间时,整体表现为管理防御效应,对企业价值产生消极作用。

2.2 股权集中度与企业风险承担的研究综述

一些学者基于风险偏好理论认为股权集中度与企业风险承担是正相关关系,此时大股东持股发挥出监督效应。戴国强和刘兵勇(2016)发现第一大股东持股比例与风险承担呈现正相关关系,而且这种关系在商业银行中比比皆是。随着持股比例的增加,大股东的权力也将更加集中,促使高管对自己百依百顺、言听计从,按照自己的意愿进行投资,提升自己持有股权的价值。Aaron(2017)指出,当第一大股东拥有两家以上的股权时,风险规避程度较强,往往偏好高风险项目的投资,第一大股东持股比例对风险承担产生正向影响。Leslie(2019)认为,随着大股东持股比例的增加,其监督的意愿就越强。当管理者处于自身利益而进行风险规避,选择低风险净现值的项目投资时,大股东利用自身持有的股权,运用权力进行监督与纠正,使管理者做出有利于提升公司长期价值创造的行为,进而使大股东持有的股权价值增加。

另一些学者基于风险厌恶理论认为股权集中度与企业风险承担是负相关关系,此时大股东持股发挥侵占效应。Hattie和Olivia(1996)以家族企业为研究对象,发现家族第一大股权的增加,其风险厌恶意愿就越强,降低了企业风险承担水平。潘红波等(2014)以民营企业为研究对象,发现降低企业风险承担水平可以通过提高大股东持股比例来实现,原因在于增加了大股东的财富暴露水平。Vivien(2019)认为,大股东对高风险投资失败带来的损失难以接受,为了维持自身股权价值的稳定,利用控制权要求高管选择低风险项目进行投资。大股东凭借着自身掌控的控制权,侵占中小股东财富的动机加强。通过要求高管按照自己

的指示将资金用于私人收益高、而公司整体收益低的项目进行投资、将专用性资金据为己有、派发高额现金股利等方式为自身谋取利益。

大部分学者的研究发现,股权集中度与企业风险承担之间的关系是非线性关系。Dominic 等(2013)研究发现当大股东持股比例低于临界值时,大股东的权力在增加,对公司的控制权在增强,会利用控制权为自身谋求利益,而忽视掉价值创造的风险型投资项目;当大股东持股比例高于临界值时,大股东主要倾向于创造财富而不是侵占财富,有能力也有意愿来追求高风险项目的投资来增加企业的利润,进而提升自身持有的股权价值。杨慧辉等(2016)研究表明,当大股东持股比例较低时,发挥出监督效应,缓解高管对于风险望而却步,对于投资畏葸不前的行为,能增加企业风险承担;当大股东持股比例较高时,发挥侵占效应,出于对自身持有股权价值的保全,采取消极的投资态度,认为高风险的投资项目带来高回报是一纸空文,对其会予以舍弃,降低了企业风险承担。Boubaker 等(2018)等研究发现,当股权集中度较低时,股东会抓住净现值为正的高风险项目投资机会,来实现自身持有股权价值的升值,因此让企业风险承担水平提高;当股权集中度较高时,对于能给企业创造价值的高风险项目投资一般会放弃,从而造成较低效率甚至是无效的资源配置,使得企业风险承担水平降低。

2.3 企业风险承担与企业绩效的研究综述

企业要想实现发展壮大与绩效提升就必须要进行风险承担,因此风险承担不仅是企业绩效提升的必备能力,也是发展壮大的动力源泉。余明桂等(2013)通过对上市公司数据及相关财务指标代入模型进行研究,发现企业风险承担对企业绩效产生正向影响。通过增加企业风险承担水平,调动了企业各项资源形成了资产组,使得企业绩效得到了提升。Acemoglu(2001)认为,企业绩效的持续增加来自于资本由低风险领域内的项目投资转向为高风险领域内的项目投资。John 等(2008)通过研究发现,企业风险承担与公司绩效呈现正相关关系。当企业风险承担增加了,公司规模、公司利润也随之增加,公司的成长能力得到迅速发展。Stam 和 Elfring(2008)指出,高管如果风险承担意愿较强,则不会放过任何高风险高回报项目的投资机会,为企业带来更多的收益,实现业绩的增加。高磊(2018)选择了 2605 个上市公司的数据,研究发现当企业风险承担提高了,企

业放弃实现绩效增值但风险高的投资项目的可能性减弱,选择能实现价值增值但风险高的投资项目的情况增加,从而使企业获得了较高的投资回报,提高了企业业绩。Varane (2019)以高新技术企业为研究出发点,研究表明相对于非高新技术企业,高新技术企业在研发投入方面投资力度较强,提高了企业风险承担水平,把握各种创新机遇创造价值,给企业带来了丰厚的收益,对企业业绩的提高起到了促进作用。Luke(2019)随机选取了法国 238 家上市公司,发现通过提高企业风险承担水平,能使得企业资金利用效率更高,进而增加企业财富,增加企业价值。Mandy (2021)选取德国 453 家上市公司为样本,研究发现无论是国家资本为控股公司还是非国家资本控股公司,企业风险承担水平均能够提高企业绩效,与国家资本是否为第一大股东无关。

2.4 文献述评

通过对上述相关文献的梳理和总结,目前学者研究高管持股的经济效应主要有利益趋同效应、管理防御效应、区间效应,且大部分集中在对企业价值、现金持有、股利政策、社会责任的研究上,鲜有以企业风险承担的视角来研究高管持股的经济效应。而对于股权集中度对企业风险承担的影响以及企业风险承担与企业价值的关系研究已经取得了丰富的研究成果。这些研究成果形成了大量的文献资料,为本文研究基于企业风险承担的视角探讨高管持股的经济效应提供了丰富的资料。

综上所述,本文研究高管持股对企业风险承担产生的影响,并将股权集中度纳入研究中,深入系统地研究在不同的股权集中度下高管持股对企业风险承担的影响有何差异。

3 理论分析和研究假设

3.1 基础理论

3.1.1 委托代理理论

泊隶和半蕙思指出, 高管受任于股东委托之际, 则产生了委托代理关系。高管持有股权进行投资项目决策, 对企业风险承担产生了影响。

根据经济学假设理性的人是自利的, 高管与股东都会以自身效益最大化为目标。Grantham (2014) 认为作为委托人, 股东是企业产权的所有者, 承担所有的风险, 关注企业的业绩提升和长远发展, 并寻求支付最低成本让高管管理公司, 来公司创造最大的收益, 使股东财富最大化。高管面临着降薪和解聘的压力, 时刻关注着公司当前的业绩, 所追求的是付出较少的劳动来获得更大的收益。

高管胼手胝足、焚膏继晷的工作为企业赚取的利润全部归股东所有, 自己获得仅仅是股东支付的工资。倘若失败, 则自己首当其冲要受到责难, 面临着降薪解聘的处罚。因此, 高管认为自己的付出与回报并不平衡, 会产生花花太岁的行为, 利用在职消费等方式, 为自己谋取利益, 让股东负担成本。但必须承认的是, 股东所追求的目标和高管所追求的目标是存在冲突的, 因此会产生代理成本。国外学者 Pompidou 和 Richelieu (2007) 提出了两种方案用来解决代理问题: 一是建立良好的媒体监督机制, 通过媒体的跟踪报道和持续追踪, 从而对高管进行监督, 能督促高管修正其自利行为, 使得高管基于对自身声誉的考虑以及对媒体监督的敬畏, 将专注企业长期价值创造, 为股东增加财富; 二是制定一系列合理有效的高管激励机制, 促使高管全心全意, 废寝忘食的投入工作为企业创造价值, 为自己获得奖励。

当前众多的上市公司当中, 一般都存在着基于委托代理关系产生的代理问题。对高管进行奖励, 激励高管面对风险迎难而上, 对于投资不要目光如豆、急功近利。通过高管持股的方式来进行, 会全力以赴的提高企业的绩效, 能够以顾全大局的责任感考虑股东的利益、公司的利益, 把握更多的回报率高, 能够增加公司价值的投资机会, 逐渐提高整个企业的风险承担水平, 不仅使得公司价值增加,

给股东带来了财富，并且还使自身持有的股权价值提升。此外股权的集中，即反映在大股东持股的控制权上，对高管投资活动的发挥出监督作用，实质上而言股东还是为了能够对高管的行为有效进行约束，避免高管只考虑自身利益，将公司推向危险的边缘，破产的深渊。

3.1.2 行为决策理论

阿莱斯悖论和爱德华兹悖论在早期研究中，首先关注的是决策者做出决策的动机是什么。在之后的进一步研究中，决策者的心理因素成为了研究重大。

高管在身处在白云苍狗的环境中，当面临投资决策的时候，由于本身自己就不是万能的，不能以佛的视角看待问题。另外个人的能力又是有限的，并且形势瞬息万变，机会稍纵即逝，要求高管在短时间内就要做出决策，故高管很难运用逻辑分析和自身具备的专业知识储备做出完全理性决策，会基于自身内心的动机、直觉做出有限理性决策，故而难免会产生偏差。Elisabeth（2006）认为，尽管高管对于决策的背景有所了解，并有备选方案和应急方案，但由于掌握的信息是片面化的，不可能将所有因素都囊括在其中。高管做出百分百完美无缺的决策是不可能的，只能尽最大可能依据其理性的思维进行决策。因此，Gérald（2014）认为，由于个人能力有限、存在严重个人主观动机倾向等情况，随着决策环境的白云苍狗，个人决策的结果相对于集体决策来讲，往往导致极端的表現，即非常好或非常差的表现。

当高管所处的环境越是充满着高度的不确定性，那么就需要全面的了解信息。Attal（2019）认为，当大股东持股比例越高，拥有的控制权越强，则高管的权力能够被严格的约束，就越不可能在商业运作中肆无忌惮、为所欲为，产生极端的决策。当高管对一个项目进行决策时，受制于各方面的限制，不能全面的了解信息，同时时间的紧迫性又要求迅速做出决定，还面对着股东相关激励政策的诱惑，决策容易出现极端情况，该决策很可能让公司业绩出现云谲波诡的局面。高管投资成功能根据持有股权分享收益，投资失败由于持股比例不高也不会伤其筋骨。而对于厌恶风险的管理者而言，保护好自身利益才是第一位的，为了规避风险，在投资时非常小心谨慎，倾向于选择风险较小的方案，即使风险更大的方案能带来更为丰厚的收益，这会导致企业失去好的投资机会。不仅降低了企业的风险承

担水平，损害了企业利益。所以，为防止这样极端业绩的出现，高管行为也同样来自大股东控制权的约束。

3.1.3 激励理论

企业实行激励制度，股东可以通过激励制度对高管进行奖励，有利于高管为公司鞠躬尽瘁、焚膏继晷的创造价值，给股东带来财富收益。设计完善并能够有效执行的激励制度，能促进企业价值的提升。激励，是指人们受到来自外界的刺激，产生动力，从而诱发做出某种实施者期盼的行为。

激励理论主要研究的是如何提高员工的积极性为企业创造更多的价值。马思骆的需求理论认为不同阶段、不同地位的人的需求不是千篇一律的，而是千差万别的。薪酬是其实现个人更高层次追求的物质保障，利用高额薪酬可以啖之以利，能产生激励效应。贺词柏格的双因素理论认为，保健因素包括了人文关怀、制度约束、团队协作、工作氛围，这些因素要是得不到满足的话，会使员工产生消极懈怠的行为，降低了工作效率，长期下去会使企业价值下跌。激励因素包括了荣誉称号、物质奖励、职位晋升、带薪休假，这些因素要是得到了满足，会激励员工有更大的动力投入到工作中，让工作效率提高，从而使得企业业绩提升。佛洛姆提出了目标价值大小和目标能实现可能性的程度的期望理论。他指出这两个因素是激励员工最重要的因素。目标价值大小与人的激励性呈现正相关。员工若认为目标价值对其吸引力大，则会以更积极的态度、更强烈的激情来投入工作，为企业创造价值。目标的可实现程度与人的激励性呈现正相关。员工若认为目标能通过自己努力实现的话，便会以闻鸡起舞的斗志为达到目标而奋进。因此对员工进行激励时，要考虑目标价值的大小和目标可实现的程度。

企业建立健全并能有效实施的激励制度，能有效焕发高管人员的干劲，拼命的服务来为企业创造价值，增加股东财富。对高管进行薪酬激励，根据高管的工作业绩，如果达到要求就进行薪酬奖励。然而，这也可能会让高管们决策目光变得短视，对公司当下的短期经济利益更为重视，对公司长期发展前景置若罔闻，做出不符合股东利益减少公司财富的行为，从而做出损害股东利益的短视行为。从这方面来讲，薪酬激励属于短期激励。Dominic 等（2013）认为高管持有企业的股权，成为企业的股东。高管的利益与公司的业绩就牢牢的栓在了一起，共享

收益，共担风险。Annalena 和 Wolfgang（2010）认为由于股权激励的实现具有长期性，高管为了满足股权激励实施的条件，提升自身的股权价值，会更加注重企业的长期价值创造和发展前景。因此，股权激励属于一种长期性激励。

基于委托代理理论可知，面对风险二者之间的态度并不是不分轩輊，使二者之间因为利益而斗粟尺布，高管会对收益低风险低的短期项目进行投资，让股东的财富无法增加，公司的长期发展利益受到了桎梏。而通过激励理论得出的结论，通过股权激励让高管持有任职公司股票的方式，能够使高管持有公司的股权价值的提升要依赖于公司的经营业绩的提升，让二者之间唇齿相依，从而使得高管拥有以股东的身份经营管理企业，使二者利益趋向一致，选择高风险、高回报的投资项目，不仅提升自身持有的股权价值，还达到了提高企业风险承担的效果，最终提升了企业价值，增加了股东财富。但股权激励可能会使高管产生自利动机和权力滥用，倘若缺乏大股东控制权发挥的监督效应，股权激励将是企业和市场的灾难。

3.2 研究假设

3.2.1 高管持股对企业风险承担的影响

高管在经营公司的过程中或多或少的都存在着花花太岁的行为，让高管时刻以“尘雾之微，补益山海；萤烛末光，增辉日月”的状态为公司创造价值又不是很现实。股东作为委托人，期望公司价值最大化，而高管作为代理人，在决策时考虑业绩对自身和公司短期业绩的影响，在决策时更加规避风险，从而使得代理成本增加。通过高管持股的方式，让高管自身持有股权的价值与公司的发展密切结合在一起，促使高管承担更多的风险，促进公司的可持续发展，促使高管以股东的视角来进行投资决策。Marshall(1980)提出当高管持股比例较低时，高管出于自己名望的考虑，担心投资失败使自己遭受降薪解聘的处罚，对于高风险的投资项目有着吴牛喘月的心态，让企业长期发展利益受到了桎梏。Jensen 和 Meckling(1976) 提出增加高管持股比例时，降低二者利益出现背离鸿沟的可能性，从而鼓励高管人员为企业的长期价值创造而努力，他们会对于公司的长期发展利益足够重视。会对高风险、高回报、创造价值的项目进行投资，成功的投资不仅

能给公司增加了财富，还能赋予高管享受公司的分红和股票升值的利益，提升其股权价值。

然而，高管持股水平并不是越高就越好。随着高管持股水平的提高，对高管的激励效果就会大打折扣，甚至会物极必反。如果高管持股过高，就会导致高管出现自立动机，即高管会产生管理防御效应，更看重对自身利益的维护，保障自身职务的安全与股权价值的保值，会对企业的长期发展前景弃之不顾。根据边际效用递减原理，股权激励的效果会大大降低，甚至产生负面影响。倘若让高管的持股比例过高，则会太阿倒持。高管更能够随心所欲的按照自己的意愿进行投资，股东的约束形同虚设。股票价格普遍具有飘忽不定、难以预测的特征。高管持股比例越高，收益越云谲波诡。高管对当下唾手可得、近在咫尺的现实利益情有独钟，而未来虚无缥缈、镜花水月的收益则很难吸引高管。一旦高风险的投资项目折戟沉沙，必然给持股比例大的高管带来难以承受的损失，高管为此付出沉痛的代价。因此，高管可能会畏葸不前，采取保守策略，寻求财务保护，以保持当前收益，这将使他们避免选择高风险的投资项目，实现自身利益最大化。高管持股比例过高不仅降低了企业风险程度水平，丧失了提高企业价值的机会，不利于长期价值创造，亦让股东权益受到了损害。

学者们研究高管持股对于现金持有、研发投入、股利分配、社会责任方面的影响，发现其在不同的区间表现为不同的效应。这些与投资活动密切相关，进行投资活动就要进行风险承担，这些学者关于高管持股经济效益的结论为本文的研究提供了灵感，拓宽了研究思路。基于以上分析，本文认为高管持股存在区间效应。由此提出假设 1:

假设 1: 在其他条件不变的情况下，高管持股与企业风险承担之间具有先上升后下降的倒 U 型关系。即高管持股存在一个临界值，当低于临界值时，高管持股出现利益趋同效应，提高企业风险承担水平；当高于临界值时，高管持股出现管理防御效应，降低企业风险承担水平。

3.3.2 股权集中度的调节效应

股权集中度通常用第一大股东持股比例来反映。大股东控制权在公司运营中能够起到监督作用，尤其在公司治理中发挥着举足轻重的作用。Boubaker 等(2018)

等研究发现，公司第一大股东持股比例会对高管持股效应具有显著的调节作用。既能削弱高管孤注一掷铤而走险的行为，也能抑制碌碌无为逃避风险的自利行为。大股东持股比例的不同反映着对公司的控制权的不同，因此高管会选择不同的投资策略进行风险承担。

当大股东持股比例较高时，股东对于投资项目要求的必要收益率越大。当高管试图做出选择不利于大股东利益的行为，即为了进行风险规避，而投资与回报率低、回收期短、风险低的项目，很容易被大股东识别，会受到来自董事会降薪解聘的处罚。高管基于自身声誉考虑，会尽量对于大股东的投资要求百依百顺，减少自利行为，倾向投资于高风险、回报率高、创造价值的项目，积极承担风险，为企业创造价值，提高股东财富。相比之下，股权集中度较低的公司，由于股权较为分散，大股东对于公司的控制力较弱，成为了白衣天子，因此很难对高管实施监督。此时的控制权掌握在高管手里，高管为了自身的利益，对公司当下的短期经济利益更为重视，对公司长期发展前景置若罔闻。因此，在同等持股水平下，股权集中度高的公司的高管为了保住自己的名节，避免降薪解聘的处罚，会更可能做出符合大股东利益的投资决策，增加公司价值和个人股权价值，使高管持股与企业风险承担之间倒 U 型关系临界点更加滞后。

基于上述分析，本文提出假设 2：

假设 2：相对于低股权集中度的公司，高股权集中度公司的高管持股与企业风险承担之间的倒 U 型关系临界点更加滞后，即高股权集中度的公司的高管持股利益趋同效应区间更大。

4 研究设计

4.1 数据来源及样本选择

本文以 2015-2019 年度沪深证券交易所 A 股上市的公司为研究样本,做了以下的筛选:(1) 去掉金融保险行业企业,因为该行业企业的业务与内容具有一定的特殊性,会影响研究结果的准确性,故将其去掉;(2) 去掉被 ST、*ST 处理的上市公司;(3) 去掉关键财务数据缺失以及异常的样本;(4) 为消除极端值的影响,本文对相关数据均在 1%的水平上进行缩尾处理。CSMAR 数据库是本文数据的第一大来源,万德数据库是本文数据的第二大来源,迪博数据库是本文数据的第三大来源。

4.2 变量设置

4.2.1 因变量

本文借鉴 John (2008), 李小荣和张瑞君 (2014) 和何威风 (2016) 的研究,以资产收益率 (ROA) 的波动性来度量企业风险承担水平 (Risk), 观测时间段为 3 年。即:

$$Risk = \sqrt{\frac{1}{n-1} \sum_{i=1}^n (Roa_{it} - \frac{1}{n} \sum_{i=1}^n Roa_{it})^2} \quad (1)$$

4.2.2 自变量

高管持股比例为高管持股数量除以公司总股份衡量,用 Aln 表示。其中高级管理人员,是指《公司法》所规定的。

4.2.3 调节变量

本文对于股权集中度的采用第一大股东持股比例进行衡量。第一大股东持股

比例为第一大股东持股数量除以公司总股份衡量，用 $Aone$ 表示。本文将股权集中度划分为高股权集中度和低股权集中度。其中低股权集中度 ($LAone$) 为虚拟变量，当公司股权集中度低于 $\frac{1}{4}$ 分位数取 1，否则取 0。高股权集中度 ($HAone$) 也为虚拟变量，当公司股权集中度高于 $\frac{3}{4}$ 分位数取 1，否则取 0。

4.2.4 控制变量

根据对以往文献的梳理和总结，本文控制了其他影响企业风险承担的相关关键因素：财务杠杆 (Lev)、公司规模 ($Size$)、内部控制指数 (Nk)、成长能力 ($Srug$)、两职合一 (Szy)、独立董事比例 (Nb)，同时控制了年度 ($Year$) 和行业 ($Industry$) 虚拟变量，行业分类按照 2012 年版的中国证监会行业分类标准。

各变量类型、名称、符合、定义如下表所示。

表 4.1 变量定义

变量类型	变量名称	变量符号	变量定义
因变量	企业风险承担	Risk	公式 (1) 中计算方法
自变量	高管持股比例	Aln	高管持股数量/总股份
调节变量	股权集中度	Aone	第一大股东持股比例
控制变量	内部控制	Nk	迪博内部控制指数
	成长能力	Srug	(本年营业收入-上年营业收入)/上年营业收入
	独立董事比例	Nb	独立董事人数/董事会人数
	两职合一	Szy	虚拟变量，董事长总经理两职合一为 1，没有兼任为 0
	财务杠杆	Lev	期末总负债/总资产
	企业规模	Size	期末资产总额的自然对数
	行业虚拟变量	Industry	根据证监会《上市公司行业分类指引》(2012 年修订) 将上市公司所属行业划分为 15 个大类 (金融行业除外)
	年度虚拟变量	Year	

4.3 模型构建

为检验研究假设 1，根据理论分析，研究高管持股在不同的持股比例区间内

对于企业风险承担产生利益趋同效应还是管理防御效应，本文构建模型（1）：

$$Risk_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 Aln_{i,t} + \alpha_2 Aln_{i,t}^2 + \alpha_3 Controls_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

为检验研究假设 2，根据理论分析，研究不同股权集中度下，高管持股对企业风险承担的影响，即临界值点的变化是否所引起的利益趋同效应区间和管理防御效应效应区别是否有差异，借鉴 Antonie 和 Pavard（2019）的做法，本文构建模型（2）

$$Risk_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 LAone_{i,t} \cdot Aln_{i,t} + \beta_2 LAone_{i,t} \cdot Aln_{i,t}^2 + \beta_3 HAone_{i,t} \cdot Aln_{i,t} + \beta_4 HAone_{i,t} \cdot Aln_{i,t}^2 + \beta_5 Controls_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (2)$$

5 实证分析

5.1 描述性统计分析

表 5.1 甲中列示所有变量的描述性统计结果。高管持股最小值为 0.000，最大值为 0.579，中位数为 0.031，说明在我国企业当中高管持股比例普遍偏低。股权集中度最小值为 0.084，最大值为 0.721，中位数 0.332 与均值 0.310 较为接近，表明我国第一大股东持股比例集中在 30%附近。企业风险承担最小值为 0.002，最大值为 0.204，均值为 0.030，表明我国企业普遍企业风险承担水平较低。资产负债率最小值为 0.062，最大值为 0.888，极差为 0.826，说明不同企业对于运用负债筹资的差异很大。企业规模中位数为 22.230，均值为 22.390，均值大于中位数，标准差为 0.054，说明半数以上企业规模较小。内部控制指数中位数为 658.100，均值为 624.100，说明过半数以上企业内部控制质量较好。董事长与总经理两职位同时兼任中位数为 0，均值为 0.265，表明兼任情况目前在我国相对较少。独立董事比例最小值为 0.333，中位数为 0.364，均值为 0.381 说明我国所有企业满足中国证券监督管理委员会规定，并且大部分公司独立董事比例仅仅满足证监会最低要求。营业收入增长率最小值为-0.561，最大值为 3.335，均值 0.196，表明我国企业成长能力有待提升。

表 5.1 乙中列示了高股权集中度企业和低股权集中度企业高管持股和企业风险承担描述性统计结果。高股权集中度企业的风险承担均值为 0.038，低股权集中度企业的风险承担均值为 0.025，高股权集中度企业的风险承担均值高于低股权集中度企业的风险承担均值。表明在高股权集中度的企业中，大股东控制力较强，有能力影响高管进行风险承担。而在低股权集中度的企业中，大股东控制力较弱，高管的权力被约束的较弱，更容易出现自立行为，因此普遍不愿意进行风险承担。低股权集中度企业的高管持股比例均值为 0.067，高股权集中度企业的高管持股均值为 0.051，高股权集中度企业的高管持股比例均值低于低股权集中度企业的高管持股比例均值。这表明高股权集中度公司中的大股东为了保证自己的控制权不被稀释，对于授予高管股权较为慎重。

图 5.1a 中列示了 2015-2019 上市公司高管是否持股情况。图 5.1b 中列示了

2015-2019 上市公司高管持股比例不同区间个数所占比例。图 5.1c 中列示了 2015-2019 上市公司高管持股比例不同区间分布个数。2015 年有高管持股的公司为 1893 家，无高管持股的公司为 644 家。其中持股比例区间在 0-15%范围内有 1420 家，所占比例为 75%；15%-30%范围内有 208 家，所占比例为 11%；30%-45%范围内有 151 家，所占比例为 8%；45%-60%范围内有 114 家，所占比例为 6%。2016 年有高管持股的公司为 2122 家，无高管持股的公司为 695 家。其中持股比例区间在 0-15%范围内有 1570 家，所占比例为 74%；15%-30%范围内有 255 家，所占比例为 12%；30%-45%范围内有 191 家，所占比例为 9%；45%-60%范围内有 106 家，所占比例为 5%。2017 年有高管持股的公司为 2466 家，无高管持股的公司为 721 家。其中持股比例区间在 0-15%范围内有 1776 家，所占比例为 72%；15%-30%范围内有 321 家，所占比例为 13%；30%-45%范围内有 247 家，所占比例为 10%；45%-60%范围内有 122 家，所占比例为 5%。2018 年有高管持股的公司为 2574 家，无高管持股的公司为 696 家。其中持股比例区间在 0-15%范围内有 1776 家，所占比例为 74%；15%-30%范围内有 321 家，所占比例为 13%；30%-45%范围内有 247 家，所占比例为 9%；45%-60%范围内有 122 家，所占比例为 4%。2019 年有高管持股的公司为 2757 家，无高管持股的公司为 712 家。其中持股比例区间在 0-15%范围内有 1985 家，所占比例为 72%；15%-30%范围内有 386 家，所占比例为 14%；30%-45%范围内有 221 家，所占比例为 8%；45%-60%范围内有 165 家，所占比例为 6%。

表 5.1 描述性统计分析

甲：全样本 (N=12335)

变量	样本量	均值	中位数	标准差	最小值	最大值
Aln	12335	0.065	0.031	0.127	0.000	0.579
Aone	12335	0.332	0.310	0.143	0.084	0.721
Risk	12335	0.030	0.019	0.034	0.002	0.204
Lev	12335	0.428	0.419	0.199	0.062	0.888
Size	12335	22.390	22.230	1.263	19.990	26.270
Nk	12335	624.100	658.100	148.300	0.000	806.600
Szy	12335	0.265	0.000	0.441	0.000	1.000

Nb	12335	0.381	0.364	0.054	0.333	0.571
Srug	12335	0.196	0.105	0.492	-0.561	3.335

乙：股权集中度高低组

变量	低股权集中度子样本(N=3084)		高股权集中度子样本(N=3084)	
	均值	标准差	均值	标准差
Aln	0.067	0.094	0.051	0.142
Risk	0.025	0.043	0.038	0.026



图 5.1a 2015-2019 上市公司高管是否持股情况

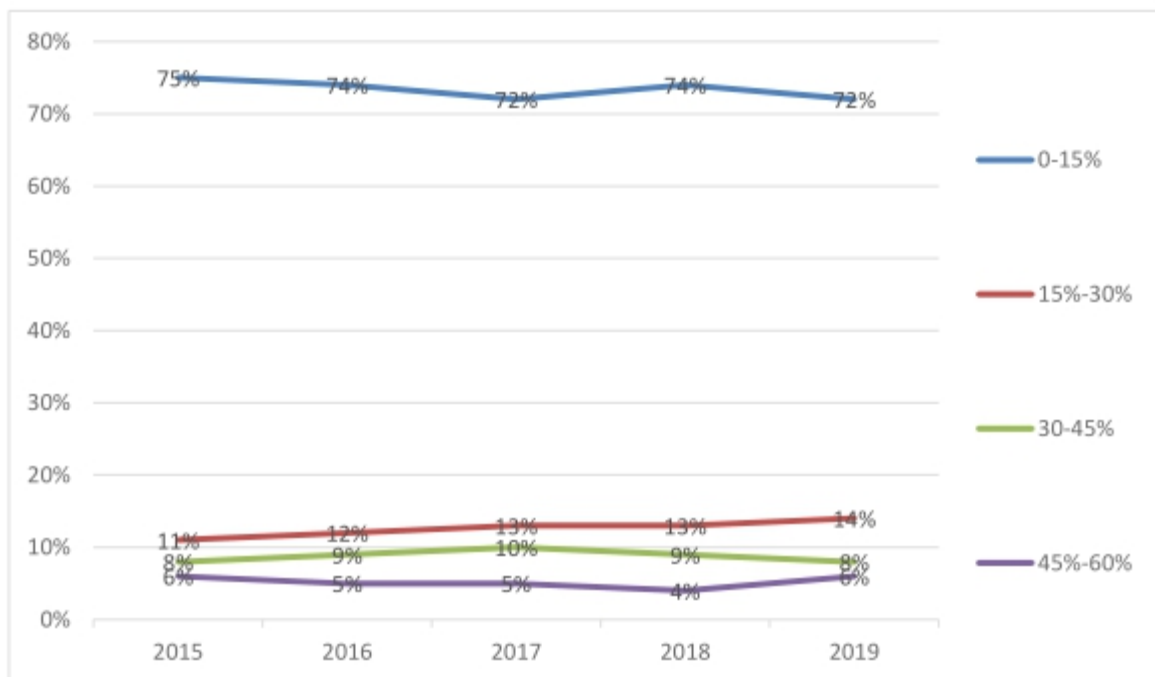


图 5.1b 2015-2019 上市公司高管持股比例不同区间个数所占比例

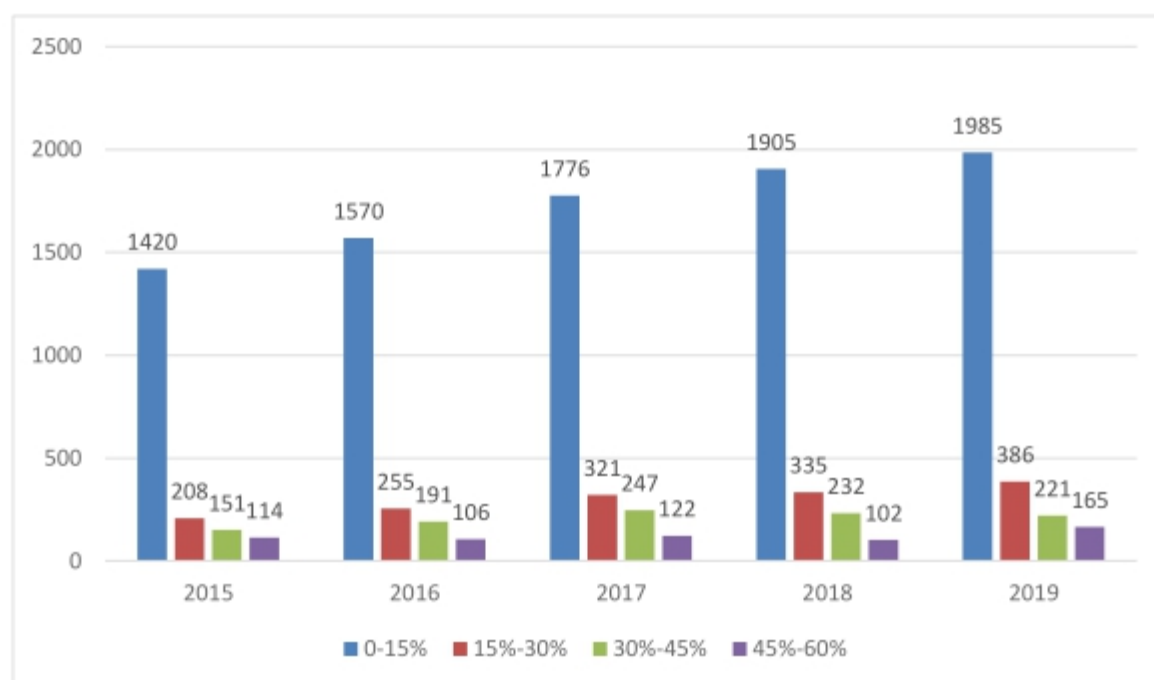


图 5.1c 2015-2019 上市公司高管持股比例不同区间分布个数

5.2 相关性统计分析

由表 5.2 可知，高管持股与企业风险承担相关系数为 0.019，在 10%水平上正相关，相关性较弱，可能存在非线性关系，需要在进一步回归分析进行验证。从控制变量方面来看，与企业风险承担相关的控制变量的相关系数除了财务杠杆和营业收入增长率外，其余都是显著的。企业规模与风险承担之间的相关系数为 0.195，表明企业规模越大，越有能力进行风险承担。内部控制指数与风险承担之间的相关系数为-0.349，表明内部控制质量好的企业，其风险承担水平较低。两职合一与风险承担之间的相关系数为-0.033，表明由同一人担任董事长与总经理职务，其风险承担意愿较低。独立董事比例与企业风险承担相关系数为 0.032，表明了其发挥出监督作用，促进高管进行风险承担的投资决策。所有各变量之间的相关系数的绝对值都在 0.6 以内，初步说明各变量之间不存在严重的多重共线性问题。

表 5.2 相关系数表

变量	Aln	Aone	Risk	Lev	Size	Nk	Szy	Nb	Srug
Aln	1								

Aone	-0.055***	1							
Risk	0.019*	-0.127***	1						
Lev	-0.027***	0.074***	-0.002	1					
Size	-0.269***	0.213***	0.195***	0.516***	1				
Nk	0.046***	0.100***	-0.349***	-0.102***	0.128***	1			
Szy	0.467***	-0.046***	-0.033***	-0.101***	-0.163***	0.011	1		
Nb	0.094***	0.041***	0.032***	-0.007	-0.013	0.009	0.127***	1	
Srug	0.047***	-0.010	-0.004	0.035***	0.048***	0.065***	0.023***	0.013***	1

注：***、**和*分别表示在 1%、5%和 10%的显著性水平上显著

5.3 回归分析

5.3.1 高管持股对企业风险承担的回归

由表 5.3a 统计结果可知，高管持股对企业风险承担的回归系数为 0.020，高管持股比例的平方对企业风险承担的回归系数为-0.041，均在 1%水平上显著，临界点值为 24.39% ($=\frac{0.020}{2 \times -0.041}$)。当高管持股比例低于 24.39%，高管持股与企业风险承担是正相关关系，发挥利益趋同效应；当高管持股比例高于 24.39%，高管持股与企业风险承担是负相关关系，发挥管理防御效应，实证结果支持了假设 1。说当高管持股低于临界值时，发挥利益趋同效应，此时高管倾向于采取与股东意愿相同的投资决策，积极进行风险承担，选择高风险净现值为正的项目投资，为企业创造价值，提升自身持有的股权价值并提高股东财富；当高管持股高于临界值时，发挥管理防御效应，此时高管可能做出符合自身利益却损害股东利益的投资决策，出于自立动机，避免自身持有的股权价值大幅度下降，选择收益率低回收期短风险低的投资项目，降低企业风险承担，不利于公司长期价值创造，损害了股东权益。

表 5.3a 高管持股对企业风险承担的回归结果

变量	Risk
Aln	0.020*** (2.81)
Aln ²	-0.041***

	(-7.01)
Aone	0.014***
	(6.87)
Lev	0.010***
	(5.81)
Size	-0.005***
	(-17.09)
Nk	-0.100***
	(-36.61)
Szy	0.001*
	(1.89)
Nb	-0.022***
	(-4.33)
Srug	0.002***
	(2.72)
Constant	0.171***
	(28.60)
Industry	控制
Year	控制
R ²	0.154
Adj-R ²	0.153
N	12335
F	248.6

注：***、**和*分别表示在 1%、5%和 10%的显著性水平上显著

5.3.2 股权集中度的调节效应

假设 2 检验在不同股权集中度下, 高管持股对企业风险承担影响有何差异性。由表 5.3b 统计结果可知, β_1 为 0.043, β_2 为 -0.171, β_3 为 0.072, β_4 为 -0.018, 均在 1%的水平上显著, 表明在股权集中度的影响下, 高管持股与企业风险承担的关系仍呈现显著的倒 U 型关系, 进一步支持了假设 1。低股权集中度企业的高管持股的临界值 $\alpha_1 = -\frac{\beta_1}{2\beta_2} = 12.57\%$, 高股权集中度企业的高管持股的临界值 $\alpha_2 = -\frac{\beta_3}{2\beta_4} = 30.51\%$, 即 $\alpha_1 < \alpha_2$, 即高股权集中度企业的高管持股与企业风险承担之间倒 U 型关系临界点更加滞后, 支持了假设 2。说明了高股权集中度公司的大股东发挥监督效应, 利用自身的控制权, 迫使高管减少自利行为, 倾向选择高风险净现值为正的项目投资, 积极承担风险, 为企业创造价值, 提高股东财富。相比之下, 低股权集中度的公司, 大股东成为了白衣天子, 因此很难对高管实施监督。

此时的控制权掌握在高管手里，高管出于自立的动机，对于积极风险承担的意愿较低。为了满足当期的业绩考核，会注重对短期收益的需求，而忽视了公司的长期价值创造。因此，股权集中度高的公司的高管为了保住自己职业生涯的名望，避免降薪解聘的处罚，对于股东的要求言听计从，会更可能做出符合大股东利益的投资决策，来增加公司价值和个人股权价值，使高管持股与企业风险承担之间倒 U 型关系临界点更加滞后，高管持股发挥利益趋同效应的区间段更长。

表 5.3b 股权集中度的调节效应回归结果

变量	Risk
LAone • AIn	0.043*** (2.75)
LAone • AIn ²	-0.171*** (-3.42)
HAone • AIn	0.072*** (2.97)
HAone • AIn ²	-0.118*** (2.63)
Aone	0.012*** (4.40)
Size	-0.005*** (-11.46)
Lev	0.008*** (3.33)
Nk	-0.011*** (-26.83)
Nb	0.025*** (3.28)
Szy	0.002 (1.48)
Srug	0.002** (2.16)
Constant	0.171*** (19.82)
Industry	控制
Year	控制
R ²	0.163
Adj-R ²	0.162
N	12335
F	208.6

注：***、**和*分别表示在 1%、5%和 10%的显著性水平上显著

5.4 进一步分析

5.4.1 不同业绩水平下高管持股的经济效应

考虑到不同业绩水平下，高管对于投资项目的风险承担意愿可能存在不同。因此本文根据业绩水平，即总资产收益率的中位数，将样本分类为两组。高于总资产收益率中位数的一组为高业绩水平组，低于总资产收益率中位数的一组为低业绩水平组。

由表 5.4a 可知，低绩效组中，高管持股与企业风险承担的回归系数为 0.072，高管持股比例的平方对企业风险承担的回归系数为-0.148，均在 1%水平上显著，临界点值为 $24.32\% (= \frac{0.072}{2 \cdot 0.148})$ ，说明高管在业绩不好的公司更愿意进行风险承担，力挽狂澜挽救公司业绩，为公司创造价值，同时提高自身持有的股权价值；高绩效组中，高管持股与企业风险承担的回归系数为 0.048，高管持股比例的平方对企业风险承担的回归系数为-0.191，均在 5%水平上显著，临界点值为 $12.56\% (= \frac{0.048}{2 \cdot 0.191})$ ，说明高管在业绩良好的公司中不愿意进行风险承担，认为高风险项目带来回报是寒人上天，倘若避免投资失败，不仅影响公司业绩，还会使自己面临降薪解聘的危机。因此普遍愿意保持公司业绩五风十雨，维持自身持有股权价值。

低绩效组中的高管持股与企业风险承担的临界值点相较于高绩效组中的高管持股与企业风险承担的临界值点更加滞后，说明低绩效组中高管持股发挥利益趋同效应的区间更长，促使高管积极进行风险承担，为公司创造财富，使自己所持有的股权能够分享到收益。

表 5.4a 绩效分组回归结果

变量	低绩效	高绩效
Aln	0.072*** (5.67)	0.048** (2.51)
Aln ²	-0.148*** (-5.07)	-0.191** (-2.01)
Aone	0.021*** (6.25)	0.007*** (3.08)
Lev	0.021*** (6.43)	0.002 (1.05)

Size	-0.006*** (-15.36)	-0.002*** (-6.21)
Nk	-0.086*** (-26.96)	-0.058*** (-19.65)
Szy	0.002* (1.93)	0.001 (1.13)
Nb	0.022*** (2.71)	0.023*** (3.80)
Srug	0.004*** (4.39)	0.008*** (12.52)
Constant	0.211*** (22.97)	0.008*** (14.38)
Industry	控制	控制
Year	控制	控制
R ²	0.198	0.106
Adj-R ²	0.197	0.105
N	6168	6167
F	168.8	81.5

注：***、**和*分别表示在 1%、5%和 10%的显著性水平上显著

5.4.2 不同现金持有量水平下高管持股的经济效应

考虑到不同现金持有量水平下，高管对于投资项目的风险承担意愿可能存在不同。因此本文根据现金持有量水平，即货币资金与总资产比值的中位数，将样本分类为两组。高于现金持有量中位数的一组为高现金持有量水平组，低于现金持有量中位数的一组为低现金持有量水平组。

由表 5.4b 可知，低现金持有组中，高管持股与企业风险承担的回归系数为 0.014，高管持股比例的平方对企业风险承担的回归系数为-0.043，均不显著，说明高管持股与企业风险承担之间不存在倒 U 型关系。由于公司的现金持有量水平较低，无法进行大规模投资，因此高管不愿意进行风险承担，从而导致高管持股对企业风险承担的影响不大；高现金持有组中，高管持股与企业风险承担的回归系数为 0.026，高管持股比例的平方对企业风险承担的回归系数为-0.071，均在 1%水平上显著，临界点值为 18.31% ($=\frac{0.026}{2 \times 0.071}$)，说明高管在现金持有量充足的公司更愿意进行风险承担，充分利用好资金进行投资为公司创造价值，同时提高自身持有的股权价值。但持股比例超过临界值点时，高管可能会为自己牟取利益，

将公司资金用作个人消费或其他短期项目投资，损害股东利益。

表 5.4b 现金持有分组回归结果

变量	低现金持有	高现金持有
Aln	0.014 (1.27)	0.026*** (2.69)
Aln ²	-0.043 (-1.64)	-0.071*** (-3.44)
Aone	0.013*** (4.36)	0.015*** (5.45)
Lev	0.019*** (7.65)	0.014*** (6.05)
Size	-0.005*** (-14.01)	-0.004*** (-10.03)
Nk	-0.103*** (-26.75)	-0.258*** (-24.36)
Szy	0.001 (1.20)	0.002 (1.48)
Nb	0.019*** (2.64)	0.024*** (3.48)
Srug	0.013* (1.94)	0.004*** (6.22)
Constant	0.183*** (21.67)	0.156*** (18.56)
Industry	控制	控制
Year	控制	控制
R ²	0.177	0.135
Adj-R ²	0.176	0.134
N	6167	6168
F	147.6	106.9

注：***、**和*分别表示在 1%、5%和 10%的显著性水平上显著

5.4.3 是否有重大诉讼下高管持股的经济效应

考虑公司是否有重大诉讼，高管对于投资项目的风险承担意愿可能存在不同。因此本文根据公司是否有重大诉讼，分成两组。

由表 5.4c 可知，在公司有重大诉讼组中，高管持股与企业风险承担的回归系数为 0.011，高管持股比例的平方对企业风险承担的回归系数为-0.020，均不显著，说明高管持股与企业风险承担之间不存在倒 U 型关系。由于公司存在重大

诉讼,面临着较大的诉讼风险,使其赔付的可能性较高。导致公司的营业外支出增加,资金的减少。此外相关法律的限制,导致公司无法进行大规模投资,因此高管会吴牛喘月,不愿意进行风险承担,从而高管持股对企业风险承担的影响不大;在公司无重大诉讼组中,高管持股与企业风险承担的回归系数为 0.072,高管持股比例的平方对企业风险承担的回归系数为-0.156,均在 1%水平上显著,说明高管在公司没有重大诉讼的情况下更愿意进行风险承担,为公司创造价值,同时提高自身持有的股权价值。

表 5.4c 是否有重大诉讼分组回归结果

变量	没有	有
Aln	0.072*** (3.62)	0.011 (1.48)
Aln ²	-0.156*** (-3.40)	-0.020 (-1.25)
Aone	0.014*** (2.79)	0.015*** (6.20)
Lev	0.015*** (3.92)	0.008*** (4.06)
Size	-0.007*** (-11.49)	-0.004*** (-13.19)
Nk	-0.685*** (-18.36)	-0.707*** (-30.28)
Szy	0.001 (0.06)	0.002** (2.17)
Nb	0.024* (1.89)	0.021*** (3.88)
Srug	0.002** (2.17)	0.001* (1.71)
Constant	0.231*** (16.17)	0.155*** (23.68)
Industry	控制	控制
Year	控制	控制
R ²	0.131	0.209
Adj-R ²	0.130	0.208
N	9728	2607
F	163.0	76.7

注: ***, **和*分别表示在 1%、5%和 10%的显著性水平上显著

5.4.4 不同股利分配方式下高管持股的经济效应

考虑公司不同股利分配方式下,高管对于投资项目的风险承担意愿可能存在不同。因此本文根据公司派发股利是采用派发现金股利还是非现金股利,分成两组。

由表 5.4d 可知,在派发现金股利组中,高管持股与企业风险承担的回归系数为 0.018,高管持股比例的平方对企业风险承担的回归系数为-0.038,均在 1% 水平上显著,临界点值为 $23.68\% (= \frac{0.018}{2 \cdot 0.038})$,说明高管在派发现金股利的公司中愿意进行风险承担,投资高风险项目成功使高管获得了货真价实的现金收益。促使高管闻鸡起舞,更愿意进行风险承担,为公司创造价值,同时提高自身持有的股权价值;在派发股利采用其他方式的组中,高管持股与企业风险承担的回归系数为 0.007,高管持股比例的平方对企业风险承担的回归系数为-0.020,均在 10% 水平上显著,临界点值为 $17.50\% (= \frac{0.007}{2 \cdot 0.020})$,说明高管在以其他方式派发股利的公司不愿意进行风险承担,高管认为派发现金股利使自己获得实在的现金收益。因此采用非现金方式派发股利不能很好的对高管啖之以利,促使高管积极进行风险承担。

派发现金股利组中的高管持股与企业风险承担的临界值点相较于非现金方式派发股利组中的高管持股与企业风险承担的临界值点更加滞后,说明派发现金股利组中高管持股发挥利益趋同效应的区间更长,促使高管积极进行风险承担,为公司创造财富,使自己所持有的股权能够分享到收益。

表 5.4d 不同股利分配方式分组回归结果

变量	现金股利	非现金股利
Aln	0.018*** (2.80)	0.007* (1.67)
Aln ²	-0.038*** (-3.89)	-0.020* (-1.95)
Aone	0.006*** (3.69)	0.009*** (3.16)
Lev	0.007*** (4.49)	0.009 (0.74)
Size	-0.001***	-0.002**

	(-5.46)	(-2.19)
Nk	-0.368***	-0.631***
	(-15.08)	(-10.78)
Szy	0.006	0.002
	(1.02)	(1.31)
Nb	0.001	0.038***
	(0.04)	(2.92)
Srug	0.012*	0.003*
	(1.68)	(1.83)
Constant	0.080***	0.091***
	(15.40)	(5.32)
Industry	控制	控制
Year	控制	控制
R ²	0.051	0.118
Adj-R ²	0.050	0.117
N	8477	1093
F	50.1	16.1

注：***、**和*分别表示在 1%、5%和 10%的显著性水平上显著

5.5 稳健性检验

本文采取如下方式进行稳健性检验：第一，更换高管持股衡量指标；第二，更换企业风险承担衡量指标；第三，考虑到高管持股与企业风险承担之间可能存在的内生性问题，将企业风险承担变量进行滞后一期回归；第四，考虑到高管持股比例为零的样本较多，将其进行剔除，重新筛选样本。

5.5.1 更换高管持股衡量指标

本文对于高管的界定范围，在《公司法》的基础上，将董事、监事纳入进来，他们年末持股与公司总股份的比值来衡量高管持股比例大小，来进行稳健性检验，结果如下所示。

由表 5.5a 统计结果可知，高管持股对企业风险承担的回归系数为 0.008，高管持股比例的平方对企业风险承担的回归系数为-0.021，均在 1%水平上显著，支持了假设 1。说明假设 1 的实证结果较为稳健。

表 5.5a 更换高管持股衡量指标检验

变量	Risk
----	------

Aln	0.008*** (2.58)
Aln ²	-0.021*** (-6.20)
Aone	0.014*** (6.53)
Lev	0.009*** (5.53)
Size	-0.005*** (-16.89)
Nk	-0.083*** (-34.11)
Szy	0.002*** (2.58)
Nb	0.025*** (4.68)
Srug	0.001** (2.40)
Constant	0.171*** (27.82)
Industry	控制
Year	控制
R ²	0.150
Adj-R ²	0.149
N	11663
F	228.8

注：***、**和*分别表示在 1%、5%和 10%的显著性水平上显著

由表 5.5b 统计结果可知，低股权集中度企业的高管持股的临界值 $\alpha_1 = -\frac{\beta_1}{2\beta_2} = 20.54\%$ ，高股权集中度企业的高管持股的临界值 $\alpha_2 = -\frac{\beta_3}{2\beta_4} = 36.11\%$ ，即 $\alpha_1 < \alpha_2$ ，支持了假设 2。说明假设 2 的实证结果较为稳健。

表 5.5b 更换高管持股衡量指标检验

变量	Risk
LAone • Aln	0.023*** (3.33)
LAone • Aln ²	-0.056*** (-3.62)
HAone • Aln	0.026*** (3.14)
HAone • Aln ²	-0.036*** (-4.56)

Aone	0.012*** (4.52)
Size	-0.004*** (-10.86)
Lev	0.008*** (2.99)
Nk	-0.064*** (-25.80)
Nb	0.028*** (3.60)
Szy	0.002 (1.50)
Srug	0.002** (2.38)
Constant	0.169*** (18.90)
Industry	控制
Year	控制
R ²	0.163
Adj-R ²	0.162
N	11663
F	103.8

注：***、**和*分别表示在 1%、5%和 10%的显著性水平上显著

5.5.2 更换企业风险承担指标

本文借鉴 Barger 等（2013）的研究，具有一定的权威性。该计算方法选取股票收益率(Cehui)的波动性来度量企业风险承担水平(Risk), 观测时间段为 5 年，即：

$$Risk = \sqrt{\frac{1}{n} \sum_{i=1}^n (Cehui_{it} - \frac{1}{n} \sum_{i=1}^n Cehui_{it})^2} \quad (6)$$

由表 5.5c 统计结果可知，高管持股对企业风险承担的回归系数为 0.064，高管持股比例的平方对企业风险承担的回归系数为-1.741，均在 1%水平上显著，支持了假设 1。说明假设 1 的实证结果较为稳健。

表 5.5c 更换企业风险承担指标检验

变量	Risk
Aln	0.064***

	(4.81)
Aln ²	-1.741*** (-6.01)
Aone	0.027*** (6.92)
Lev	0.018*** (5.71)
Size	-0.009*** (-17.16)
Nk	-0.100*** (-36.97)
Szy	0.003* (1.90)
Nb	0.418*** (4.32)
Srug	0.003*** (3.02)
Constant	0.320*** (28.84)
Industry	控制
Year	控制
R ²	0.155
Adj-R ²	0.154
N	12335
F	252.0

注：***、**和*分别表示在 1%、5%和 10%的显著性水平上显著

由表 5.5d 统计结果可知，低股权集中度企业的高管持股的临界值 $\alpha_1 = -\frac{\beta_1}{2\beta_2} = 12.21\%$ ，高股权集中度企业的高管持股的临界值 $\alpha_2 = -\frac{\beta_3}{2\beta_4} = 30.41\%$ ，即 $\alpha_1 < \alpha_2$ ，支持了假设 2。说明假设 2 的实证结果较为稳健。

表 5.5d 更换企业风险承担指标

变量	Risk
LAone • Aln	0.076*** (3.30)
LAone • Aln ²	-0.311*** (-3.30)
HAone • Aln	0.135*** (2.99)
HAone • Aln ²	-0.222*** (-2.65)
Aone	0.022*** (4.49)

Size	-0.009*** (-11.47)
Lev	0.015*** (3.26)
Nk	-0.020*** (-27.06)
Nb	0.045*** (3.25)
Szy	0.003 (1.52)
Srug	0.004** (2.34)
Constant	0.324*** (19.96)
Industry	控制
Year	控制
R ²	0.169
Adj-R ²	0.168
N	12335
F	114.1

注：***、**和*分别表示在 1%、5%和 10%的显著性水平上显著

5.5.3 企业风险承担滞后一期回归

考虑到高管持股与企业风险承担之间可能存在的内生性问题，本文将风险承担变量滞后一期进行稳健性检验，结果如下所示。

由表 5.5e 统计结果可知，高管持股对企业风险承担的回归系数为 0.227，高管持股比例的平方对企业风险承担的回归系数为-0.068，均在 1%水平上显著，支持了假设 1。说明假设 1 的实证结果较为稳健。

表 5.5e 企业风险承担滞后一期检验

变量	Risk
Aln	0.227*** (2.85)
Aln ²	-0.068*** (-3.83)
Aone	0.009*** (3.92)
Lev	0.002 (1.00)

Size	-0.009*** (-14.85)
Nk	-0.077*** (-26.60)
Szy	0.001 (1.36)
Nb	0.015*** (2.81)
Srug	0.004*** (6.02)
Constant	0.151*** (24.02)
Industry	控制
Year	控制
R ²	0.121
Adj-R ²	0.120
N	9204
F	140.4

注：***、**和*分别表示在 1%、5%和 10%的显著性水平上显著

由表 5.5f 统计结果可知，低股权集中度企业的高管持股的临界值 $\alpha_1 = -\frac{\beta_1}{2\beta_2} = 11.98\%$ ，高股权集中度企业的高管持股的临界值 $\alpha_2 = -\frac{\beta_3}{2\beta_4} = 31.92\%$ ，即 $\alpha_1 < \alpha_2$ ，支持了假设 2。说明假设 2 的实证结果较为稳健。

表 5.5f 企业风险承担滞后一期检验

变量	Risk
LAone • Aln	0.058*** (3.51)
LAone • Aln ²	-0.242*** (-4.18)
HAone • Aln	0.136*** (6.33)
HAone • Aln ²	-0.213*** (-3.88)
Aone	0.013*** (4.04)
Size	-0.004*** (-8.83)
Lev	0.013*** (5.04)
Nk	-0.051*** (-19.38)
Nb	0.012

	(1.43)
Szy	0.008
	(1.96)
Srug	0.003***
	(3.43)
Constant	0.145***
	(15.77)
Industry	控制
Year	控制
R ²	0.121
Adj-R ²	0.120
N	9204
F	56.8

注：***、**和*分别表示在 1%、5%和 10%的显著性水平上显著

5.5.4 重新筛选样本

考虑到高管持股为零的样本个数较多，为了减少高管零持股对结果的影响，删除高管零持股样本进行稳健性检验。同时按照股权集中度中位数将样本分为低股权集中度企业和高股权集中度企业。低股权集中度（LAone）为虚拟变量，当公司股权集中度低于 $\frac{1}{2}$ 分位数取 1，否则取 0。高股权集中度（HAone）也为虚拟变量，当公司股权集中度高于 $\frac{1}{2}$ 分位数取 1，否则取 0。回归结果如下所示。

由表 5.5g 统计结果可知，高管持股对企业风险承担的回归系数为 0.023，高管持股比例的平方对企业风险承担的回归系数为-0.106，均在 1%水平上显著，支持了假设 1。说明假设 1 的实证结果较为稳健。

表 5.5g 重新筛选样本检验

变量	Risk
Aln	0.023*** (3.02)
Aln ²	-0.106*** (-6.78)
Aone	0.020*** (7.82)
Lev	0.009*** (4.30)
Size	-0.004*** (-12.64)
Nk	-0.130***

	(-29.22)
Szy	0.002** (2.58)
Nb	0.021*** (3.54)
Srug	0.001 (0.89)
Constant	0.165*** (22.33)
Industry	控制
Year	控制
R ²	0.139
Adj-R ²	0.138
N	9047
F	160.9

注：***、**和*分别表示在 1%、5%和 10%的显著性水平上显著

由表 5.5h 统计结果可知，低股权集中度企业的高管持股的临界值 $\alpha_1 = -\frac{\beta_1}{2\beta_2} = 14.63\%$ ，高股权集中度企业的高管持股的临界值 $\alpha_2 = -\frac{\beta_3}{2\beta_4} = 39.47\%$ ，即 $\alpha_1 < \alpha_2$ ，支持了假设 2。说明假设 2 的实证结果较为稳健。

表 5.5h 重新筛选样本检验

变量	Risk
LAone • Aln	0.036*** (3.44)
LAone • Aln ²	-0.123*** (-4.32)
HAone • Aln	0.135*** (2.78)
HAone • Aln ²	-0.171*** (-3.35)
Aone	0.166*** (5.96)
Size	-0.004*** (-12.87)
Lev	0.009*** (4.42)
Nk	-0.029*** (-29.17)
Nb	0.021*** (3.53)
Szy	0.002** (2.49)
Srug	0.001

	(0.97)
Constant	0.166***
	(22.41)
Industry	控制
Year	控制
R ²	0.140
Adj-R ²	0.139
N	9047
F	134.3

注：***、**和*分别表示在 1%、5%和 10%的显著性水平上显著

6 研究结论与展望

6.1 研究结论

本文以企业风险承担的视角作为研究的切入点,研究了高管持股对于企业风险承担的影响,以及在不同股权集中度下,高管持股对企业风险承担的影响有何差异。首先,选择上市公司的相关数据及指标代入模型当中进行检验本文提出假设并构建模型,通过进行多元回归进行实证分析,根据回归结果验证假设的正确与否;之后,研究了不同的绩效水平下、不同的现金持有量下、公司是否面临重大诉讼的情况下、不同股利分配方式下,高管持股对于企业风险承担产生的经济效应。最后,采用替换高管持股与企业风险承担的衡量指标、对企业风险承担进行滞后一期回归、重新筛选样本,验证回归结果的稳健性。本文的研究结论如下所示:

6.1.1 高管持股与企业风险承担之间存在倒 U 型关系

当低于临界值时,高管持股出现利益趋同效应,提高企业风险承担水平;当高于临界值时,高管持股出现管理防御效应,降低企业风险承担水平。研究结果表明高管持股对于企业风险承担存在区间效应。当持股比例较低时,高管为了自身持有股权价值的提升,会选择风险高、回报率高项目来进行投资,让企业风险承担水平增加了,为公司创造价值并增加股东财富,发挥了利益趋同效应;当持股比例过高时,高管为了规避高风险投资项目失败给自身持有股权带来损失,会选择低风险稳健型项目,降低了企业风险承担水平,不利于公司长期价值创造和股东财富的提升,发挥了管理防御效应。

6.1.2 高股权集中度下的公司高管持股利益趋同效应区间更长

公司的股权集中度不同,高管持股对企业风险承担的影响有着明显的不同。区别在于高股权集中度公司的倒 U 型关系临界点比低股权集中度的公司更加滞后,即高股权集中度的公司的高管持股利益趋同效应区间更大。研究结果显示股权集中度高的公司,大股东的控制权较强,在监督方面能够朝督暮责,降低高管

花花太岁的行为，使得高管持股发挥利益趋同效应的区间段较长。相比之下，股权集中度低的公司，大股东的控制力较弱，高管更有能力摆脱大股东的约束来做出符合自身利益的投资决策，使得高管持股发挥利益趋同效应的区间段较短。

6.1.3 高管持股在低绩效水平公司中利益趋同效应更强

低绩效水平的公司中，高管更加有动力积极的进行风险承担，不愿意安贫乐道，通过积极进行投资活动，来改善当前业绩不善的局面，为公司创造价值，使自己持有的股权价值增加并能享受到分红收益。而在高绩效水平的公司中，高管更加安于现状，得过且过，注重的是当前公司业绩的平稳，保住自己持有股权的价值，会进行低风险、回报率低、期限短的项目投资。此时高管对于风险也会变得望而生畏，投资眼光也会变的目光如豆。

6.1.4 高管持股在高现金持有量水平公司中利益趋同效应更强

低现金持有量水平的公司中，高管持股与企业风险承担之间并不存在显著的倒 U 型关系。高管因为资金规模的限制，无法进行大规模投资活动。相反在高现金持有量水平的公司中，高管持股与企业风险承担之间存在显著的倒 U 型关系。高管可以利用公司充足的资金来进行大规模投资活动，积极进行风险承担，为公司创造价值，同时提高自身持有的股权价值。但持股比例超过临界值点时，高管可能会为自己牟取利益，将公司资金用作个人消费或其他短期项目投资，损害股东利益。

6.1.5 高管持股在无重大诉讼公司中利益趋同效应更强

有重大诉讼的公司中，高管持股与企业风险承担之间并不存在显著的倒 U 型关系。由于相关法律的限制，以及存在的重大诉讼风险，高管会产生吴牛喘月的心态，导致无法进行大规模投资活动，不愿意进行风险承担。相反在无重大诉讼的公司中，高管持股与企业风险承担之间存在显著的倒 U 型关系。高管更愿意进行风险承担，为公司创造价值，同时提高自身持有的股权价值。

6.1.6 高管持股以现金方式分配股利公司中利益趋同效应更强

以现金方式分配股利的公司中，投资高风险项目成功使高管获得了货真价实的现金收益。促使高管闻鸡起舞，更愿意进行风险承担，为公司创造价值，同时提高自身持有的股权价值。而在以非现金方式分配股利的公司中，高管认为自己获得的收益虚无缥缈，心里面难免存在失落感，导致高管不愿意进行风险承担。

6.2 相关建议

为了使高管持股达到最优的持股比例，更好的发挥出利益趋同效应。本文根据研究结果分析，提出如下建议：

6.2.1 合理控制企业风险承担

众多学者研究已经表明企业在一定的范围内提高风险承担水平能够增加公司价值。因此，高管在进行投资项目决策时，要做到积极进取提高企业风险承担水平，为企业创造价值；不要轻率冒进过度增加企业风险水平，加大企业财务危机。高管应该谨慎稳重控制企业风险承担水平，让企业平稳发展；不要消极懈怠降低企业承担水平，不利于企业长期价值创造。面对风险，高管应该既不走固步自封厌恶风险的破路，也不走铤而走险迷恋风险的邪路。

6.2.2 加强大股东对高管的监督效应

研究结果显示当大股东持股比例高、控制权较强的时候，能够发挥出监督作用，使监督做到朝督暮责，促使高管做出有利于使公司价值提高、股东财富增加的投资决策。要发挥好高管持股的激励作用并更好的发挥出大股东的监督作用，让二者相得益彰，实现公司价值最大化。因此要规范大股东的行为，发挥出对高管的监督效应，建立全方位监督体系，提高监督效能，保障中小股东及公司的合法权益。

6.2.3 加强高质量股权激励机制和内部控制的建设

高质量的股权激励机制建设内部控制建设包括机制的完善和有效的执行两个层面。机制制定的完善且不存在重大缺陷，能保证在有效执行的过程中发挥出激励与监督作用。因此，机制制定的完善是有效执行的保障。制度能得到有效的贯彻落实执行，才能发挥出激励与监督作用。因此，机制有效执行是制度能发挥作用的手段。

6.2.4 秉持中庸理念

企业要确定最优高管持股比例的范围，避免持股比例过低，无法产生利益趋同效应，进而无法使企业价值增加；也要避免持股比例过高，产生管理防御效应，降低企业价值损害股东权益。高管面对风险不要因为担心损失而逃避风险，也不要因为追求更大的财富而迷恋风险。

6.2.5 完善公司治理体系

企业要不断的完善董事会、经理层、监事会职责，分工合作、密切配合。让审批权、执行权、监督权三者之间相得益彰，贯穿于公司治理的全过程。重点完善公司风险防范体系建设，加强对风险管控。

6.3 研究局限

由于研究中的一些因素限制，本文计算出的高管持股比例同时包含了高管自己购买所持有的股份和股东通过激励授予的股份，无法进行准确的区分，可能对研究结果造成一定的偏差。此外高管持股比例的变动除了有高管自身购买售出股票、股东授予回购股票，还有其余人员注资或撤资所导致的，由于条件所限，未能进行明确的区分，造成混淆，可能影响研究结果的准确性。

6.4 研究展望

未来数据库更新升级以及公司年报详细披露有关高管持股的信息的情况下，

可以准确区分高管持股的方式来源以及变动的来龙去脉，使研究结果更可靠。此外对于企业风险承担的度量方式也是五花八门，未来可以以预期收益和现金流为基础，计算专门针对投资活动的企业风险承担。

参考文献

- [1]Aaron Eckhart. Ownership structure, management's shareholding and risk-taking[J]. *Journal of Financial Economics*, 2017, 1(1):163-181.
- [2]Abdioğlu N. Managerial ownership and corporate cash holdings: Insights from an emerging market[J]. *Business & Economics Research Journal*, 2008, 8(8):8-24.
- [3]Acemoglu D, F Zilibotti. Productivity differences.Q J Econ[J].*Quarterly Journal of Economics*,2001,(2):563-606.
- [4]Anderson M C, Meckling W. Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure[J]. *Journal of Financial Economics*,1976,(4):305-360.
- [5]Annalena Baerbock, Wolfgang Schmidt. Long-term value creation and development prospects of enterprises under equity incentives [J]. *Journal of Finance*,2010,61(1):197-211.
- [6]Antonie Griezmann, Pavard Benjamin. Research on the Economic Effects of Executive Shareholding under Different Equity Concentration Level. *Journal of Business Ethics*, 2019, 14(9):619-701.
- [7]Arthur Wellesley, Horatio Nelson. Convergence of interests in management's shareholding[J]. *Home of the Accounting Elite*, 2006, 6(1):106-116.
- [8]Attal Gabriel, The impact of managerial competence in business decision on performance[J].*Journal of Accounting & Economics*,2019,9(1):1-38.
- [9]Bargeron Leonce L, Kenneth M, Lehn, Chad J. Zutter. Sarbanes-Oxley and corporate risk-taking[J]. *Journal of Accounting and Economics*, 2010(49):34-52.
- [10]Boubaker S., Lakhel F., Nekhili M. The determinants of web-based corporate reporting in France[J]. *Managerial Auditing Journal*, 2018, 27(2):126-155.
- [11]Cales J L, Daniel N D, Naveen L. Managerial Incentives and Risk-Taking[J]. *Journal of Financial Economics*,2006,79(2):431-468.
- [12]Carpenter J N. Does Option Compensation Increase Managerial Risk Appetite[J]. *Journal of Finance*,2000,55(5):2311-233.1
- [13]Chava S, Purnanandam A. CEOs versus CFOs: Incentives and Corporate

Policies[J]. *Journal of Financial Economics*,2010,97(2):263-278.

[14]Chen C R, Steiner T L. Managerial Ownership and Agency Conflicts: A Nonlinear Simultaneous Equation Analysis of Managerial Ownership, Risk Taking, Debt Policy, and Dividend Policy[J]. *Journal of Financial Review*,1993,1(6):93-106.

[15]Didier Deschamps. The impact of management shareholding in manufacturing companies on corporate performance[J]. *Journal of Financial Economics*, 1996, 8(1):13-63.

[16]Dominic Raab, Heaton, J.B., Odean, T. Overconfidence, compensation contracts, and capital budgeting [J].*Journal of Finance*, 2013, 66(5):135-187.

[17]Elisabeth Borne. The risk aversion of executive in investment under inefficient investment [J]. *European Financial Management*,2001,6(5):61-87.

[18]Eric V D S. Too motivated? Social Science Electronic Publishing[J]. *Journal of Financial Economics*,2005,6(1):23-39.

[19]Fama E.F.,Agency Problems and the Theory of the Firm.*Journal of Political Economy*[J]. *Journal of Financial Economics*, 1980, 38(1):63-83.

[20]Gérald Darmanin, Whether investors make extreme decisions under the condition of information asymmetry[J].*Journal of Accounting & Economics*,2014,9(1):1-33.

[21]Grantham, M. The delicate relationship between ownership shareholders and delegated executives [J].*Journal of Accounting & Economics*,2014,6(19):163-181.

[22]Gugler K, Mueller D C , Yurtoglu B B. Insider ownership , ownership concentration and investment performance: An international comparison[J]. *Journal of Corporate Finance*,2008,14(5):688-705.

[23]Hattie Mcdaniel, Olivia Haviland. Effects of Corporate Governance on Risk Taking in America Family Firms During Institutional Reform[J]. *Journal of Financial Economics*, 1996, 30(3):809-828.

[24]Hemmer T, Matsunaga S, Shevlin T. The Influence of Risk Diversification on the Early Exercise of Employee Stock Options by Executive Officers[J].*Journal of Accounting & Economics*,1996,21(1):45-68.

[25]Jensen M C, Meckling W H. Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure[J]. *Journal of financial economics*, 1976, 3(4): 305-360.

- [26]John K, Litov L, Yeung B, Corporate Governance and Risk-Taking[J]. The Journal of Finance, 2008,(6): 1679-1728.
- [27]Kroos Toni, Manuel Neuer. Ownership structure and corporate social responsibility (CSR): An empirical study of the listed companies in Italy[J]. Journal of Social Science,2014,5(1):63-81.
- [28]Kushner Eisenhower. Reform of equity incentives for listed companies [J]. Journal of Financial Economics, 2001, 6(1):106-116.
- [29]Leslie Howard. Resarch on the Pledging of Stock Rights by Controlling Shareholders and Corporate Risk-taking[J]. Journal of Financial Economics, 2019, 1(1):53-65.
- [30]Luke Evans. Research on the relationship between corporate risk-taking and corporate value from the perspective of capital expenditure [J].Journal of Finance,2019,4(15):161-168.
- [31]Mandy Moore. Research on the Process of Marketization and Enterprise Risk-taking from the Perspective of the Nature of Ownership[J].Journal of Finance,2021,7(4):101-106.
- [32]Marshall George. Executives' decision-making trade-offs based on reputation considerations [J]. Journal of Financial Economics,1980,79(1):1-33.
- [33]Matthew Stevens, Mary Dockery. Equity-Based Compensation and Managerial Risk-Taking Behavior[J].Journal of Financial Economics,2014,(92):470-490.
- [34]Morck R, Shleifer A, Vishny R W. Management ownership and market valuation: An empirical analysis[J]. Journal of financial economics,1988,20(88):293-315.
- [35]Murphy, Jensen, M. and Baker. Compensation and Incentives Practice vs. Theory[J].Journal of Financial Economics, 1988, 7(1): 593-616.
- [36]Ramos Sergio, Azpilicueta Tanco. Research on the Impact of Management Shareholding on the Company's Economic Value Added[J]. Journal of Financial Economics,2013,3(8):63-69.
- [37]Reenen Mehran. Research on the Impact of Executive Shareholding on Corporate Value of Empirical Evidence from Listed Companies on the Srugth Enterprise Market [J]. Journal of Labor Economics, 1997,15(2):255-284.

- [38]Richardson S, Richelieu Mark. Whether media supervision can reduce the agency cost of enterprises [J].Journal of Accounting & Economics,2007,1(1):161-183.
- [39]Rishi Sunak N M, Wong K P, Yi L. Enterprise value creation under salary incentive[J].Journal of Financial and Quantitative Analysis,2018,12(23): 611-683.
- [40]Roman Pavlyuchenko. Management equity incentives, risk-taking and capital allocation efficiency[J]. Journal of Business, 2008, 8(1):13-63.
- [41]Schooley A and Barney L. Using Dividend Policy and Managerial Ownership to Reduce Agency Costs[J].Journal of Financial Research,1994,19(3):36-43.
- [42]Sergey Lavrov. Managerial ownership, entrenchment and innovation[J]. Economics of Innovation and New Technology,2008,5(12):14-28.
- [43]Shleifer A, Vishny R W. Management entrenchment: The case of manager-specific investments[J]. Journal of Labor Economics,1989,25(1):123-139.
- [44]Skrein Edward. Managerial ownership and firm valuation: Evidence from Japanese firms[J]. Pacific-Basin Finance Journal, 2001, 11(3):267-283.
- [45]Stam Grantham, Elfring Carson. Entrepreneurial Orientation and New Venture Performance:The Moderating Role of Intra- and Extraindustry Social Capital[J]. Academy of Management Journal, 2008, 51(1):97-111.
- [46]Thomas Walker, Kuntara Pukthuanthong, Richard Roll. How Employee Stock Options and Executive Equity Ownership Affect long-term IPO Operating Performance[J]. Journal of Corporate Finance,2007,16(51):68-86.
- [47]Wright P, Kroll M, Davis P. The Influences of the Chief Executive Officer's Stock and Option on Firm Risk Taking: An Examination of Resource of Strategic Allocation Choices[J]. Academy of Management Journal,2007,6(1):38-61.
- [48]Varane Jean. Research on the Impact of Risk-taking on Enterprise Performance in High-tech Enterprises[J].Journal of Finance,2019,10(1):31-38.
- [49]Vivien Leigh. Research on the Influence of Ownership Concentration and Stock Price Synchronization[J]. Journal of Financial Research, 2019,5(12):512-519.
- [50]鲍盛祥,张情.上市公司高管股权激励与公司价值关系研究[J].财会通讯,2013,(21):49-51.

- [51]蔡吉甫,陈敏.控制权性质、管理层持股与公司治理效率[J].产业经济研究,2005(03):16-22.
- [52]陈霞.高管激励、研发投入与企业绩效调节效应实证分析[J].统计与决策,2017,(09):38-41.
- [53]戴国强,刘兵勇.股权集中度、第一大股东持股与商业银行风险承担[J].现代管理科学,2016(10):27-29.
- [54]董保宝.风险需要平衡吗:新企业风险承担与绩效倒 U 型关系及创业能力的中介作用[J].管理世界,2014(1):120-131.
- [55]董艳,李凤.管理层持股、股利政策与代理问题[J].经济管理,2011,10(19):38-42.
- [56]樊宏涛.股权激励、市值管理与企业现金持有[J].财会通讯,2020(07):81-84.
- [57]方红星,金玉娜.高质量内部控制能抑制盈余管理吗?——基于自愿性内部控制鉴证报告的经验研究[J].会计研究,2011(1):53-60.
- [58]冯根福,赵珏航.管理者薪酬、在职消费与公司绩效——基于合作博弈的分析视角[J].中国工业经济,2012(6):147-158.
- [59]高磊.管理层激励、风险承担与企业绩效研究[J].财经理论研究,2018,(04):1-18.
- [60]韩亮亮,李凯,宋力.高管持股与企业价值——基于利益趋同效应与壕沟防守效应的经验研究[J].南开管理评论,2006,9(4):35-41.
- [61]何威风,刘巍,黄凯莉.管理者能力与企业风险承担[J].中国软科学,2016(05):107-118.
- [62]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(5):40-46.
- [63]胡旭微,张琛,陈宁泊.中小板上市公司管理层持股与公司绩效的关系[J].经营与管理,2013(8).101-106.
- [64]黄嫦娇.企业高管持股比例与企业的绩效实证研究——基于我国民营上市公司与其他上市公司的对比分析[J].财会研究,2016,(09):56-61
- [65]姜涛,王怀明.高管激励对高新技术企业 R&D 投入的影响——基于实际控制人类型视角[J].研究与发展管理,2012,24(04):53-60.
- [66]康华,王鲁平,王娜.股权集中度、CEO 激励与企业研发战略——来自我国上市公司的证据[J].软科学,2011,25(10):17-21.

- [67]李伶俐,马晓琴. 高管持股、内部控制与企业社会责任[J].财经研究, 2018(9):133-140.
- [68]李维安,陈钢.高管持股、会计稳健性与并购绩效——来自沪深 A 股上市公司的经验证据[J].审计与经济研究,2015,30(4):3-12.
- [69]李维安,李汉军.股权结构、高管持股与公司绩效——来自民营上市公司的证据[J].南开管理评论,2006,9(5):4-10.
- [70]李文贵,余明桂. 民营化企业的股权结构与企业创新[J].管理世界,2015(4):112-125.
- [71]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.
- [72]李榕芳.内部控制与财务报告可靠性[J].重庆大学学报(社会科学版), 2006, 12(1):49-52.
- [73]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):57-63.
- [74]李豫湘,屈欢.大股东控制权对股权激励的影响——基于大股东“监督”与“侵占”的双重角色[J].财会月刊,2014(12):8-12.
- [75]李增泉.激励机制与企业绩效:基于上市公司的实证研究[J].会计研究,2000(1):24-30.
- [76]林钟高,郑军,王书珍.内部控制与企业价值研究——来自沪深两市 A 股的经验分析[J].财经研究, 2007, 33(4):132-143.
- [77]刘运国,刘雯. 我国上市公司的高管任期与研发支出[J].管理世界,2007(1):128-136.
- [78]刘伟,刘星.高管持股对企业 R&D 支出的影响研究——来自 2002-2004 年 A 股上市公司的经验证据[J].科学学与科学技术管理,2007,28(10):172-175.
- [79]逯东,王运陈,付鹏.CEO 激励提高了内部控制有效性吗?——来自国有上市公司的经验证据[J].会计研究, 2014(6):66-72.
- [80]卢宁文,杨广星.民营上市公司税收规避、管理层持股与企业价值[J].财会通讯,2021(17):62-66.
- [81]卢锐,柳建华,许宁.内部控制、产权与高管薪酬业绩敏感性[J].会计研

究,2011(10):42-48.

[82]吕长江,王克敏.上市公司股利政策的实证分析[J].经济研究,1999(12):31-39.

[83]梅世强,位豪强.高管持股:利益趋同效应还是壕沟防御效应——基于创业板上市公司的实证分析[J].科研管理,2014,35(7):116-123.

[84]缪毅,胡奕明.产权性质、薪酬差距与晋升激励[J].南开管理评论,2014,17(4):4-12.

[85]乐怡婷,李慧慧,李健.高管持股对创新可持续性的影响研究——兼论高管过度自信与产权性质的调节效应[J].科技进步与对策,2017,34(02):139-146.

[86]潘红波,易梅芳,刘慧玲.股权集中度、制度背景与民营企业风险承受.路榭管理评论,2014,8(2):13-27.

[87]曲亮,任国良.高管薪酬激励、股权激励与企业价值相关性的实证检验[J].当代经济科学,2010,32(05):79-126.

[88]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(3):14-25.

[89]唐清泉,夏芸,徐欣.我国企业高管股权激励与研发投入——基于内生性视角的研究[J].中国会计评论,2011(1):21-42.

[90]王海兵,刘莎.高管激励、财务政策与公司风险[J].财经论丛,2013(1):83-101.

[91]王海妹,吕晓静,林晚发.外资参股和高管、机构持股对企业社会责任的影响——基于中国A股上市公司的实证研究[J].会计研究,2014,(8):81-87.

[92]王文华,张卓,季小立.高管持股与研发投入:利益趋同效应还是管理防御效应——基于高新技术上市公司的实证研究[J].研究与发展管理,2014,26(4):23-31.

[93]王振山,石大林,孙晨童.股权结构与公司绩效关系的实证研究——基于动态内生性的视角[J].审计与经济研究,2014,11(4):31-48.

[94]魏刚,杨乃鸽.高级管理层激励与经营绩效关系的实证研究[J].证券市场导报,2000(3):19-29.

[95]吴宁,李国栋.内部控制、市场化进程与企业风险承担[J].商业研究,2015(07):144-149.

[96]吴淑琨.股权结构与公司绩效的U型关系研究——1997-2000年上市公司的实证研究[J].中国工业经济,2002(01):80-87.

- [97]吴育辉,吴世农.高管薪酬:激励还是自利?——来自中国上市公司的证据[J].会计研究,2010(11):40-48.
- [98]许友传.信息披露、市场约束与银行风险承担行为[J].财经研究,2009,35(12):118-128.
- [99]谢尚委,廖宝丽.高管持股与企业R&D投入的相关性研究——基于制造业上市公司的经验数据[J].商业经济,2012(17):100-102.
- [100]解维敏,唐清泉.高管持股与企业创新——来自中国上市公司的经验证据[J].现代管理科学,2013(3):6-8.
- [101]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(1):91-97.
- [102]夏纪军,张晏.控制权与激励的冲突——兼对股权激励有效性的实证分析[J].经济研究,2008(1):87-98.
- [103]杨有红,毛新述.内部控制、财务报告质量与投资者保护——来自沪市上市公司的经验证据[J].企业经济,2018(8):44-50.
- [104]杨有红,胡燕.试论公司治理与内部控制的对接[J].会计研究,2004(10):14-18.
- [105]姚艳虹,曾德明.高层管理者激励方式与企业绩效的相关性研究[J].财经理论与实践,2006(01):96-100.
- [106]易文丰,龚思益.股权激励、内部控制质量与上市公司业绩[J].财会通讯,2020(14):60-77.
- [107]叶建芳,陈潇.我国高管持股对企业价值的影响研究——来自高科技行业上市公司的证据[J].财经问题研究,2008,(03):101-108.
- [108]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(1):149-163.
- [109]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,2013,(9):112-124.
- [110]张朝孝,蒲勇健.基于职业观念的隐性激励机制[J].管理工程学报,2004,18(4):50-54.
- [111]张俊瑞,赵进文,张建.高级管理层激励与上市公司经营绩效相关性的实证分析[J].会计研究,2003(9):29-34.

[112]赵洪江,陈学华,夏晖.公司自主创新投入与治理结构特征实证研究[J].中国软科学,2008, (7):145-149.

[113]朱爱萍,肖陈雨.管理防御、内部控制与企业风险承担[J].重庆大学学报(社会科学版),2019,24(01):66-75.

后 记

人们经常问我：为什么你选择来兰州财经大学段家滩校区？

我总是回答：浓厚的学术氛围。

三年前，我来到兰州，出了兰州站，呼吸到在兰州的第一口空气后，发现这里的空气是如此的甜美，尽管说起来奇怪，但这对我来说很心满意足。

我倍感激动。因为在遥远的马里兰那片土地，人们每次外出都必须戴口罩，不然的话，可能会生病。

所以，当我踏上段家滩校区呼吸到第一口空气的时候，我感到了自由。

不曾有马里兰那样蒙在眼镜上的浓雾，不曾有马里兰那样呼吸困难，不曾有马里兰那样压抑的生活。每一口呼吸都是一种愉悦的体验。

今天回到了兰州，我情不自禁地回忆起这种自由的感觉。

我在兰州财经大学，还感到了另一种意义上的自由，一种我会永远感激的自由——学术自由。

我在来兰州之前，我在高中的课堂上了解了学术精神，那时学术精神的内容——珊瑚林碧，珥珉磷彬。珍物罗生，焕若昆仑。

我单纯地记下这些词，仅仅作为自己的人生格言。

当时那些字句对我来说如此陌生，抽象，直到我来到了兰州财经大学段家滩校区。

我学到了，在段家滩校区，学术探索是一项神圣的权利。

佩以制容，釜以节涂。行不变玉，驾不乱步。这样的学术理念在段家滩校区遍地生花，代代传承。

我在段家滩校区的每一天，我都被激励着在有争议的学术问题上发表自己的意见。

我不曾忘却我导师袁有赋副教授和我师姐李家珍的谆谆教诲。

不过更令我感到震撼的是我第一次看到在校内大学生活动中心演出的钢琴小提琴合奏《爱的礼赞》。

这是爱德华·埃尔加为其未婚妻谱写撰写的订婚乐章。

在这部乐曲里，玲珑箜篌的深情旋律在高音区中释放奏出，柔荑纤香的相思

情调在柔和的曲调中不绝如缕。经过带有蕙兰芜荑韵味的转调，再现与子倾悦的主题。经过带有郁郁香芷情绪的尾声，全曲在良夜未央的变奏形式下缓缓减弱而終了。

我很惊讶，原来兰州财经大学段家滩校区是一个人才辈出的地方。

这次演出是我第一次接触和爱情有关的钢琴小提琴合奏，它让观众沉醉于爱情的甜蜜。

长时间以来，我一直都盼望着去探索学术的奥秘，不过我曾认为这只是学者的任务，只有学者才能进行学术研究，创造成果。

但是，当我在兰州财经大学段家滩校区中，在多元文化的耳濡目染之下，能够以崭新的视角来理解学术崭新的内涵。

在这里，赋予了我探索学术的机会。

我的知识很重要。

你的知识很重要。

我们的知识都很重要。

学术素养是学生们必备的技能之一。

我的同学们经常坐在一起交流自己在学术上的看法，手里抱着书本一行人穿梭于校园里交谈。

学术话题永远被一代又一代的莘莘学子们讴歌与传承。

我们都拥有着参与、探索、追求学问的热情。

或许以我们个人的能力也许不能做成什么，但是我们在兰州，兰州财经大学段家滩校区。

慎办学术之务，阅之久而以为无难也，则雄才而易事。

我们戮力同心，希以尘雾之微，补益山海；萤烛末光，增辉日月，让我们学校的学术氛围变得更加浓厚。

2022 届的同学们，我们从一所拥抱人文教育、重视学术能力、关注前沿科技的大学毕业了。

我们具备了所学专业的理论知识，并能够在工作中独当一面。

我们中的有的人也许会继续读博士，继续探索的历程；有的人会开启自己的工作历程，迎接新的天地。

不过无论我们身处哪个岗位，我们都要牢记，良好的学术素养不是轻而易举就能够唾手可得的。

学术素养是值得我们为之奋斗的、至关重要的新鲜空气。

学术就是氧气，学术是热情，学术是爱。

我们从老师们的言传身教中学到了：真正的学者风范，就是学识满腹经纶，风度山峙渊渟，操守史鱼厉节。

我们在自己的人生中写下璀璨的篇章，我们在人类的历史留下流光溢彩的印记。

我亲爱的同学们，让我们胸怀学术的梦想，照耀前方；让我们怀揣学术的信仰，点燃勇气。

风雨兼程中，我们一起奋进接力，播种学术硕果土地，在学术的道路上开启伟大征程。

潜心学问，坚持真理，不忘初心，继续前行。百尺竿头，更进一步！