

银企共同国有所有权与企业风险承担*

刘尔卓 梁柏林 何青

〔摘要〕本文基于上市公司主要贷款数据和所有权数据,实证检验银企共同国有所有权与企业风险承担的关系,并进一步探究银行监督在其中的调节作用。研究结果表明,银企共同国有所有权会抑制企业的风险承担。以贷款强度衡量的银行监督效应,以及担保抵押条款和短期贷款合约所体现的约束效应,均能在一定程度上削弱这种抑制作用。在稳健性检验中,当替换使用不同风险承担度量指标时,银企共同国有所有权与企业风险承担之间的负相关关系依然显著。本文还采用贷款银行与公司总部之间的铁路距离作为工具变量,以缓解银企共同国有所有权与企业风险承担关系中的潜在内生性问题。影响渠道分析表明,银企共同国有所有权对企业风险承担的抑制作用,在缺乏银行兼职董事、外部融资依赖度较低、信息透明度较低的公司中更为显著。异质性检验进一步发现,相较于地方层面,中央层面银企共同国有所有权对企业风险承担具有更强的抑制效应。本文丰富了关于银企纵向共同所有权、企业风险承担与创新行为的研究,并为优化银行与企业之间的股权结构与信贷关系提供了理论依据。

关键词: 银企共同国有所有权 企业风险承担 银行监督

JEL分类号: G21 G30 G32

一、引言

长期以来,中国国有银行对国有企业的资金支持一直是推动中国企业迅速发展的重要模式。然而,在国有银行为国有企业提供贷款融资的过程中,往往忽视了对贷款资金的后续审查和监管(Qian and Strahan, 2007)。这导致部分获得贷款的国有企业在一定程度上表现出风险承担意愿薄弱、研发能力和效率偏低、研发产出不足的问题,即在部分国有银行和国有企业之间形成了一种经济效率低下的贷款关系。党的二十大报告明确提出要深化国资国企改革,完善现代企业制度。2023年中央金融工作会议也明确指出,要支持国有大型金融机构做优做强,当好服务实体经济的主力军和压舱石。因此,推动国有银行和国有企业改革,正确调整国有银行和国有企业的贷款关系,引导国有银行贷款支持国有企业开展有利于提升公司价值的投资项目,是当前亟待解决的重要问题。

不同公司之间因存在相同的重要股东而建立的关系被称为共同所有权(Azar et al., 2018)。共同所有权分为两类,一类是同一行业公司之间因被相同股东持股而形成的横向共同所有权;另一类是银行与公司之间因被相同股东持股而形成的纵向共同所有权。目前,对于共同所有权的研究

* 刘尔卓,首都经济贸易大学财政税务学院,讲师,经济学博士;梁柏林(通信作者),天津财经大学金融学院,教师,经济学博士;何青,中国人民大学财政金融学院、中国财政金融政策研究中心,教授,国家金融研究院,副院长,博士生导师,经济学博士。本文得到国家自然科学基金面上项目《新发展格局下的人民币汇率形成机制与汇率风险敞口研究》(项目批准号:72473146)和中国人民大学科学研究基金(中央高校基本科研业务费专项资金资助)项目《数字金融、金融制度与资源配置效率研究》(项目批准号:24XNN005)的资助。作者感谢匿名审稿专家和编辑部的宝贵修改意见,文责自负。

主要集中在横向共同所有权上,包括共同所有权的测度方式(Backus et al., 2021)、共同所有权对企业经营和产业竞争的经济影响(Azar et al., 2018; 于左等, 2021; 潘越等, 2020)以及共同所有权的宏观经济影响(Azar et al., 2018)。然而,鲜有研究深入探讨银行和企业之间形成的纵向共同所有权。其中,银企共同国有所有权的定义是:中国国有银行和企业同时被中央或同一地方政府控股而形成的一种特殊股权结构。这一结构普遍存在于国有银行和企业之间,并通过银行与企业之间的贷款关系得到强化。在此基础上,我们有必要讨论银企共同国有所有权对企业的风险承担和创新活动产生了怎样的影响,不同的贷款强度和贷款条件是否会调节银企共同国有所有权与企业风险承担的关系。厘清上述问题,不仅有助于进一步优化银企共同国有所有权关系,而且对于充分发挥银企共同所有权对中国企业创新的支持作用具有重要意义。

基于理论分析,银企共同国有所有权同时具有“共同所有权”和“国有股权”的双重属性。共同所有权属性决定了共同国有股东在决策时需要部分抑制企业的风险承担倾向,以避免企业的风险性投资增加银行贷款损失的可能性,从而实现银行和企业共同利润的最大化(Backus et al., 2021)。国有属性则表现为银企共同国有股东引发了国有银行和国有企业的委托代理问题。在所有者缺位的情况下,国有银行和国有企业缺乏承担风险的动力,更倾向于追求“平静生活”(郑志刚和刘兰欣, 2022; Shi and Zhang, 2018)。此外,银企共同国有股东任命的管理者通常表现出更加保守且风险厌恶的经营风格(Boubakri et al., 2013; 金宇超等, 2016; 周泽将等, 2019)。由于国有银行与国有企业处于同一控制之下,国有银行也缺乏监督企业开展高风险高收益项目的激励(Zhang et al., 2024)。为了稳定国有银行和企业的利润,并实现短期多元化目标,共同国有股东还可能促使国有银行和企业避免开展风险过高的项目(余明桂等, 2013; Hao and Lu, 2018)。上述因素的共同作用使得银企共同国有所有权抑制了企业的风险承担。然而,在银企共同国有所有权下,银行对企业的外部监督并不总是失效的。更大的贷款强度强化了银行的外部监督能力,可能削弱银企共同国有所有权对企业风险承担的负向影响(He et al., 2017)。担保抵押条款和缩短贷款期限是银行常用的契约监督工具,其使用也可能改变银企共同国有所有权与企业风险承担之间的负相关关系(Cerqueiro et al., 2016; Gustafson et al., 2021)。

为了验证上述理论假说,本文基于A股上市公司的贷款数据和股权结构数据构建了银企共同国有所有权的度量指标,并根据企业的利润数据计算了企业风险承担水平。在此基础上,本文实证检验了银企共同国有所有权对企业风险承担的影响。实证结果表明,银企共同国有所有权抑制了企业的风险承担。银企共同国有所有权与企业风险承担之间的关系受到银行监督的影响。更大的贷款强度赋予银行更强的监督企业的能力,在贷款强度较大的情况下,银企共同国有所有权对企业风险承担的抑制作用会被削弱。贷款合约中的担保抵押条款和短期贷款期限是银行监督企业行为的重要手段,其约束效应削弱了银企共同国有所有权与企业风险承担之间的负相关关系。在替换银企共同国有所有权的度量方式和使用工具变量方法以缓解潜在内生性问题后,银企共同国有所有权仍然稳健地表现出对企业风险承担的抑制作用。如果公司管理层缺乏银行兼职董事、对外部融资依赖程度较低、信息透明度较低,银企共同国有所有权会更显著地抑制企业的风险承担。异质性分析显示,相较于地方银企共同国有所有权,中央银企共同国有所有权对企业风险承担的抑制作用更为显著。进一步分析表明,银企共同国有所有权抑制了那些有利于提升企业未来价值的高风险项目。在存在贷款限额、贷款目的明确、银行与企业之间具有长期合作关系和贷款信息向市场公开披露的情况下,银企共同国有所有权对企业风险承担的抑制作用不显著。

本文的研究贡献主要包括以下几个方面:首先,本文构建了银企共同国有所有权的度量指标,并首次检验了银企共同国有所有权与公司风险承担之间的关系,丰富了共同所有权领域的理论文献。既有研究更多关注同一行业内部的横向共同所有权,但较少涉及银行和企业之间的纵向共同

所有权,本文对这类文献做出了有益补充。其次,本文的实证结果验证了银行外部监督理论的相关文献。经验证据表明,有效的银行监督可以缓解银企共同国有所有权对企业风险承担的抑制作用。最后,本文为改革和调整银企共同国有所有权关系,支持企业创新发展提供了理论支持。鉴于银企共同国有所有权抑制了企业风险承担和创新,有必要对现有的银企共同国有所有权进行调整,以更好地实现支持国有企业创新和推动国有银行和企业改革的政策目标。

余下的文章分为以下几个部分:第二部分综述了与本文主题相关的主要文献,并提出了研究假设;第三部分介绍了本文的研究设计;第四部分汇报了主要的实证结果;第五部分进行了稳健性检验并展示了其他实证结果;最后一部分总结了全文结论,并提出了相应的政策建议。

二、文献综述与研究假设

银企共同国有所有权的研究起源于对共同所有权相关问题的研究范畴。共同所有权理论认为,当若干公司被共同股东控制时,会形成一个共同所有权联合体。在这种联合体下,单个公司将不再以追求本公司利润最大化为目标,而是以追求共同所有权控股公司整体利润最大化为目标。共同所有权分为两类:一类是同一行业内部公司形成的横向共同所有权,通常由共同基金的交叉持股形成;另一类是银行与公司之间形成的纵向共同所有权,通常由双方共同股东以及银企之间的信贷业务往来共同塑造形成(Azar et al., 2018)。

共同所有权会产生两种相互竞争的经济影响。一方面,共同所有权可能产生共谋效应,引发代理问题。这种效应会弱化公司个体的利润最大化目标,转而强化共同所有权整体利润最大化的目标。共同所有权下的诸多公司相互联合共谋,在行业内部形成定价权力,最终损害市场整体的竞争效率。相关实证证据表明,共同所有权抑制了行业内公司的投资,帮助行业内公司制定垄断性市场价格,损害公司的ESG(Environmental, Social and Governance)表现,扩大公司现金流权和控制权的分离度,提升行业内公司的垄断利润(潘越等, 2020; 于左等, 2021; Backus et al., 2021; Bayona et al., 2022; 雷雷等, 2023)。

另一方面,共同所有权也可能产生协同效应。共同所有权的建立有利于信息在行业内部的传递和流动,有助于行业内其他公司对单个公司实施外部监督,信息规模经济效应降低了行业内个体公司在信息收集和处理方面的相关成本(杜勇等, 2021)。相关实证证据表明,共同所有权提升了公司的治理水平,抑制了盈余管理,促进公司出售不良资产以提升股价信息质量、降低单个公司的广告营销成本(Edmans et al., 2019; 杜勇等, 2021; Ramalingegowda et al., 2021; Jang et al., 2022; Lu et al., 2022)。协同效应的积极影响最终会促进相关企业的创新产出(赖烽辉和李善民, 2023)。

银行与公司之间建立的共同所有权是共同所有权的一种形式。在中国,由于共同基金持股比例相对较低,基于共同基金交叉持股形成的横向共同所有权的影响力较小。然而,同一国有实际控制人同时控股银行和公司的现象相对常见。中国国有银行与国有企业之间同时被中央或同一地方政府控股而形成的一种特殊股权结构被定义为“银企共同国有所有权”。这一结构普遍存在于国有银行和企业之间,并通过银行与企业之间的贷款关系得到强化。其中,中央国有银行与中央国有企业同属中央政府控股,当这些银行向中央企业提供贷款或资金支持时,就形成了中央银企共同国有所有权;地方国有银行与地方国有企业同属地方政府控制,当地方国有银行向地方国有企业提供贷款或资金支持时,就构成了地方银企共同国有所有权。

银企共同国有所有权具有共同所有权属性和国有属性的双重特征。其共同所有权属性促使公司在经营决策中综合考虑银行与公司整体利润的最大化,而不仅仅是公司自身利润的最大化(Backus et al., 2021)。银企共同国有股东倾向于反对企业过度承担风险。尽管企业风险承担可能

为银企共同股东创造正向收益,但若风险转化为信贷违约事件,则可能引致其承担或有损失。银企共同国有股东同时持有银行和企业的股份,这种双重持股关系将贷款企业违约的损失内化为银行和企业共同的成本。因此,银企国有共同股东有动力促使企业在选择经营方式和风险承担意愿时,考虑银行的风险偏好,从而实现借款人和贷款人利益的一致性(Wang and Wang, 2024)。具体而言,银企共同国有股东可能通过股东投票直接约束公司行为,使其经营中兼顾借款人的风险承担态度(Keswani et al., 2021)。当银行利润对于银企共同股东更为重要时,银企共同国有股东更可能主动干预公司经营,以避免企业的经营风险损害银企共同体的整体利润(Gormley et al., 2018)。已有实证研究表明,银行之间的共同所有权能够让银行意识到,其激进冒险行为可能在共同所有权体系内引发系统性违约的风险。为了内化这种银行间的外部性,共同所有权体系倾向于抑制单个银行的风险承担(Park and Oh, 2022)。此外,银企共同股东的存在使得企业的管理风格、文化特征等私有“软信息”更容易被银行所掌握。积极的银企共同股东甚至会主动引导其持股网络内的银行向对应的企业提供贷款,从而进一步强化银行和企业之间的相互联系(He et al., 2024)。

银企共同股东的国有属性同样会影响银行与企业的风险承担意愿。通过国有股权,银企共同国有股东同时控制国有银行和企业,并可通过高管任命直接干预其经营管理行为。然而,这种股权结构安排容易引发国有机构所有者监督缺位,导致银行与企业管理者缺乏实施高效投资决策与风险承担的制度激励,进而引发经营管理者享受“平静生活”的委托代理问题(郑志刚和刘兰欣, 2022; Shi and Zhang, 2018)。同时,由银企共同国有股东任命的高管,为了职位稳定和晋升机会,通常倾向于规避公司价值的大幅波动,以避免影响其职业发展,这进一步抑制了国有银行和企业的风险承担意愿。(Boubakri et al., 2013; 金宇超等, 2016)。此外,银企共同国有股东的存在使得国有银行和国有企业处于同一控股股东的约束之下。受国有属性影响,国有银行本身就不愿承担过多风险,更缺乏动力去监督国有企业的经营者是否开展提升公司价值的风险项目(Zhang et al., 2020)。与此同时,长期受到国有控股影响的国有企业,其高级管理人员通常具有在政府及相关体制内工作的经验,这使他们在经营决策上变得更加谨慎保守、厌恶风险,倾向于规避高风险投资(周泽将等, 2019)。总体来看,银企共同国有股东同时影响了国有银行和企业,使它们表现出更低的风险承担意愿(梁琪和余峰燕, 2014)。

此外,银企共同国有股东通过交叉控股国有银行与国有企业,其股权属性不仅追求利润与市值最大化,还需同步兼顾促进就业及维护社会稳定等非经济目标(余明桂等, 2013)。银企共同国有股东认为风险较高的项目需要较长的时间才能创造利润,这可能妨碍国有银行和国有企业实现短期的社会目标(Hao and Lu, 2018)。因此,银企共同国有股东倾向于要求国有银行和企业在经营中更加注重稳定性,优先选择风险较低的项目,以避免因经营不善而妨碍非利润目标的实现(曹春方和张超, 2020)。

综合以上分析,银企共同国有所有权主要通过以下两方面影响公司的风险承担:一方面,共同所有权的存在促使企业和银行在经营行为上更加一致,追求共同利润的最大化,从而限制了企业的风险承担;另一方面,银企共同国有股东的风险厌恶特质、多元化目标以及国有属性所引发的代理问题进一步降低了公司的风险承担意愿。基于此,本文提出第一个假设。

H1:银企共同国有所有权会抑制企业的风险承担。

虽然银企共同国有所有权整体上会抑制企业的风险承担,但这种关系可能会因银行的监督作用而发生改变。银行作为债权人发起贷款或授信时,面临着本金和利息难以偿付的风险。在共同国有所有权下,公司对私人利益的追求和对创新及风险承担的厌恶可能会阻碍贷款的及时偿付。为了避免这种情况发生,银行在特定情况下会对贷款公司施加监督和限制(Roberts and Sufi, 2009)。已有诸多实证证据证实,银行是监督公司经营行为的重要外部渠道,这一点在以银行为核

心的金融体系中尤为显著(Nini et al., 2012; Ersahin et al., 2021)。

银行可能通过两种渠道来监督公司的经营行为。一方面,银行可以通过要求公司制定明确的还款计划、修改贷款条款、提出收回贷款威胁等契约形式的手段来约束公司的经营活动;另一方面,银行还可以使用契约形式之外的手段监督公司经营行为。相关实证证据表明,银行可以更换不作为的管理团队(Ersahin et al., 2021),通过提高管理团队流动性提升企业经营业绩(Wang and Wang, 2024; Zhang et al., 2020)。在共同所有权下,银行还可以通过直接向公司委派董事来干预公司治理(Edmans et al., 2019)。因而,如果银行能够有效地发挥外部监督管理作用,公司在投资过程中的风险承担倾向有可能发生转变。

银行监督效率的提升会对公司的创新和风险承担行为产生积极影响。在有效监管下,银企共同国有所有权为银行带来的资金可以为公司的创新和风险承担提供有力的外部支持(Benfratello et al., 2008)。尽职的银行有助于增强信息联系、提升资源配置效率,和识别有创新能力的企业家(Ferraris and Minetti, 2007; Jaud et al., 2018)。

在银企共同国有所有权下,国有银行能否对公司治理和风险承担产生监督作用,取决于贷款融资在公司全部融资渠道中的相对重要性。He et al. (2017)认为,贷款强度(即贷款余额占公司总资产规模的比重)是衡量贷款融资在公司融资方式中相对重要性的指标。当公司的贷款强度越大时,银行贷款对于公司越重要,银行就有更大的动机和能力去遏制公司管理者的机会主义行为,督促公司承担能够提升公司价值的风险活动。Winton and Yerramilli (2021)的模型表明,银行向公司贷款的规模和强度影响着银行的监督动机。银行高额度信贷支持能够有效推动企业实施投资并购活动,同时将相关风险控制在合理区间(Chang et al., 2023)。银行为企业提供适当的信用额度可以激励企业更好地把握盈利可能性较高的投资机会(Nikolov et al., 2019)。同时,在中国,银行贷款仍然是公司融资的重要渠道,外部融资依赖程度较高的公司通常更依赖银行贷款。在这类公司中,银企共同国有所有权更多地促进了公司创新和风险承担。例如,王永钦和杨璨(2023)发现,在外部融资依赖程度更高的公司中,银企共同持股对公司创新的促进作用更加显著。综上所述,本文认为贷款强度是衡量银行监督的重要指标,进而提出本文的第二个假设。

H2: 银行的监督效应会削弱银企共同国有所有权对公司风险承担的抑制作用。

银行对公司的外部监督通常会产成本。相较于非契约形式的监督,契约形式的监督通常成本更低,因此银行更倾向于选择后者作为监督公司的主要方式(Diamond, 1991)。契约形式的监督主要包括两种形式:一种是以贷款利率为代表的价格条款;另一种是以担保抵押条款和贷款期限为代表的非价格条款。考虑到样本期内央行尚未完全完成贷款利率市场化改革,因此本文主要关注以担保抵押条件和贷款期限为代表的非价格条款。

担保抵押条款赋予了银行在银企共同国有所有权下向公司施加额外监督的能力(Cerqueiro et al., 2016)。当贷款违约发生时,银行可以留置担保物或抵押品,以部分弥补贷款违约的潜在损失。签订了担保抵押条款的银行获得了优先于其他债权人的求偿权,因此具备了相较其他债权人更大的监管能力。此外,尽管担保抵押物赋予银行优先求偿权,但其在清算时的价值通常具有不确定性,这进一步增强了银行对公司行为进行监督的动机。抵押品是银行强化监管的重要手段,部分银行甚至采用过度抵押来强化对企业的约束作用(Igawa and Kanatas, 1990)。Ioannidou et al. (2022)的实证结果表明,提供担保抵押贷款的银行在授信时会担保物和抵押品进行额外的监督和评估。在银企共同国有所有权下,银行可以持续重新评估担保抵押物,从而对公司的风险承担和创新施加影响。

调整贷款期限是银行在银企共同国有所有权下向公司施加监督的另一种方式。短期贷款合约可以赋予银行更强的议价能力,使其能够更灵活地选择是否终止或开始新的贷款协议,从而敦促公司偿还贷款(Graham et al., 2008)。短期贷款合约还使银行能够更及时地获取与公司违约相关

的非公开信息,并且短期贷款的续贷和展期可以有效缓解借款人的道德风险。Gustafson et al. (2021)的实证证据表明,更短的贷款期限可以让银行获得更有价值的公司信息,从而激励银行监督公司行为。因而,本文提出本文的第三个假设。

H3:担保条款和短期贷款合约的约束效应会削弱银企共同国有所有权对公司风险承担的抑制作用。

三、研究设计

在本部分,我们将详细介绍本文的数据来源、指标构建、实证模型和主要变量的描述性统计。

(一)样本数据选择

本文样本为2009~2021年全部A股上市公司的利润数据,以及2009~2018年全部A股上市公司的主要贷款、财务、公司治理数据和所在省份的宏观经济数据。首先,本文按照Boubakri et al. (2013)的方法,使用连续4年的公司利润数据构建了上市公司风险承担指标。接着,本文按照Hasan et al. (2022)的方法,构建了银企共同国有所有权的度量指标。然后,本文根据公司代码将风险承担指标与公司的主要贷款数据、其他财务数据和公司治理数据进行了匹配,并根据公司的注册地所在省份与省份宏观数据进行匹配。最终,样本包含23904个公司-年度数据。其中,公司盈利数据、其他财务数据和公司治理数据来源于CSMAR数据库,省份宏观数据来源于Wind数据库。

(二)指标构建

1.上市公司风险承担指标的构建

按照Boubakri et al. (2013)的方法,本文使用上市公司的会计利润数据构建了风险承担的度量指标。本文以 $[t, t+3]$ 年(即4年)为滚动窗口分别计算了上市公司年度息税前利润(EBIT)占总资产比例的标准差($R_{taking1}$)、上市公司年度息税折旧摊销前利润(EBITDA)占总资产比例的标准差($R_{taking2}$)以及上市公司年度总资产收益率(ROA)的标准差($R_{taking3}$)。另外,在稳健性检验中,本文使用其他指标来度量上市公司的风险承担。

2.上市公司银企共同国有所有权指标的构建

上市公司是否具有银企共同国有所有权取决于公司的控股股东及其主要贷款银行。本文根据CSMAR数据库中的中国公司治理研究数据库确定了上市公司在样本时间段内的主要控股股东,并将中央国有控股的公司定义为中央国有企业,将地方国有控股的公司定义为地方国有企业,其余非国有资本控股的公司定义为民营企业。

参考Hasan et al. (2022),依据主要贷款银行与公司实际控制人是否一致而构建的银企共同所有权指标较好地度量了银行和企业之间关系的密切程度。为确定公司的主要贷款银行,本文依据上市公司年报中披露的贷款信息,将当年授予公司贷款额度最大的银行视为主要贷款银行(Hasan et al., 2022)。本文将公司的主要贷款银行划分为“六大”中央国有银行^①、股份制银行、地方国有银行(包括城市商业银行和农村商业银行)和外资银行。由于中央国有银行和中央国有企业同属中央国有控股,相似的控股背景使它们之间的关系更加密切,业务往来也更加紧密。因而,本文将中央国有控股且主要贷款银行为“六大”中央国有银行的公司定义为具有中央银企共同国有所有权的公司;将地方国有控股且主要贷款银行为地方国有银行的公司定义为具有地方银企共同国有所有权的公司。最后,本文将当年具有中央或地方银企共同国有所有权的公司定义为银企共同国有所有权公司($CSowner=1$),而不具有中央或地方银企共同国有所有权的公司定义为非银

^① “六大”国有银行包括:中国工商银行、中国农业银行、中国银行、中国建设银行、交通银行、中国邮政储蓄银行。

企共同国有所有权公司($CSowner=0$)。

图1展示了2009年至2021年间具有银企共同国有所有权的上市公司数量及其占比。从图中可以观察到,具有银企共同国有所有权的公司数量总体呈上升趋势,而其占比则表现出较强的波动性,于2014年前后达到近期的峰值,基本在8%至17%之间波动。这说明银企共同国有所有权已经成为中国上市公司中较为普遍的现象,因此有必要关注银企共同国有所有权对上市公司创新和风险承担行为的经济影响。

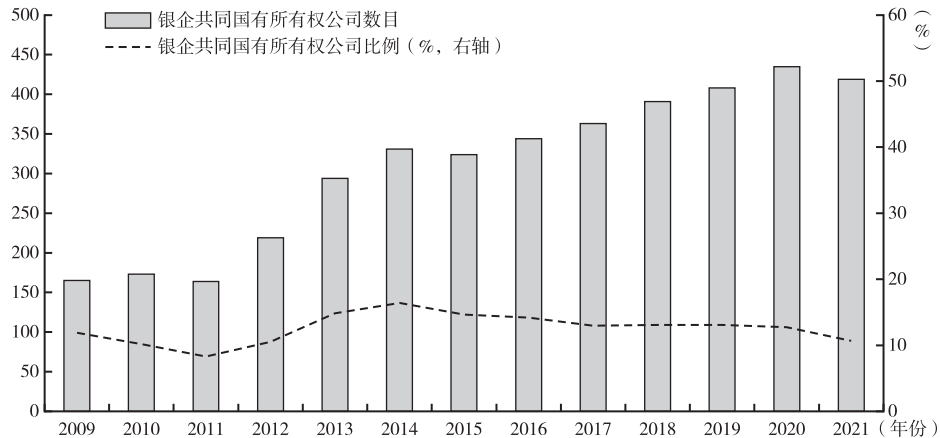


图1 2009~2021年中国银企共同国有所有权公司数目和比例

(三)实证方法

1. 银企共同国有所有权与企业风险承担

$$R_taking_{it} = \beta_0 + \beta_1 CSowner_{it} + \sum Controls + \alpha_i + \rho_j + \gamma_t + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

如式(1)所示,本文以公司*i*在*t*年的风险承担(R_taking_{it})为因变量,以基于公司*i*在*t*年是否具有银企共同国有所有权构建的虚拟变量($CSowner_{it}$)为自变量进行回归。本文加入了公司个体层面的固定效应 α_i 、行业层面固定效应 ρ_j 和年度层面固定效应 γ_t 来分别控制个体、行业和年份的不可观测因素。如果系数 β_1 显著为负,则表明银企共同国有所有权会抑制公司的风险承担。

2. 银行监督和贷款特征的调节效应

本文在文献综述和研究假设中提到,虽然银企共同国有所有权抑制了企业的风险承担,但是银行的监督效应以及担保条款和短期贷款合约的约束效应可能会激励企业承担风险,开展创新活动。为了检验相关假说,本文在基准回归中分别加入了银行监督效应、担保条款和短期贷款的代理变量($Proxy_{it}$),并引入了它们与银企共同国有所有权的交乘项($CSowner_{it} \times Proxy_{it}$),如式(2)所示:

$$R_taking_{it} = \beta_0 + \beta_1 CSowner_{it} + \beta_2 Proxy_{it} + \beta_3 CSowner_{it} \times Proxy_{it} + \sum Controls + \alpha_i + \rho_j + \gamma_t + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

如果系数 β_3 显著大于0,则说明银行监督效应和贷款合约的约束效应会削弱银企共同国有所有权对企业风险承担的负向影响。

本文控制了公司财务层面上的四个变量:总资产($Asset_{it-1}$),长期借款的总资产占比($Long_debt_{it-1}$),净利润的总资产占比($Netpro_{it-1}$),营业收入增长率($Sales_gr_{it-1}$);公司治理层面上的三个变量:公司上市年限($Firm_age_{it-1}$),董事会规模($Board_{it-1}$),董事会中独立董事占比($Indep_{it-1}$);省级宏观层面的三个变量:省内贷款规模占GDP的比重(Prv_L_{it-1}),省市场化指数($Market_{it-1}$),省名义GDP增速(GDP_gr_{it-1})。具体地,主要变量的定义如表1所示:

刘尔卓等:银企共同国有所有权与企业风险承担

表1 主要变量的定义与解释

变量名	
被解释变量	
<i>R_taking1</i>	EBIT/Asset [t,t+3] 4年滚动标准差
<i>R_taking2</i>	EBITDA/Asset [t,t+3] 4年滚动标准差
<i>R_taking3</i>	ROA [t,t+3] 4年滚动标准差
解释变量	
<i>CSowner</i>	企业是否拥有共同国有所有权贷款, 1=是, 0=否
控制变量	
<i>Asset</i>	总资产规模(100亿)
<i>Long_debt</i>	长期借款/总资产
<i>Netpro</i>	净利润/总资产
<i>Sales_gr</i>	营业收入增长率
<i>Firm_age</i>	公司上市年限
<i>Board</i>	董事会人数
<i>Indep_rate</i>	独立董事人数/董事会人数
<i>Prv_L</i>	省贷款规模/省GDP
<i>Mkt_index</i>	市场化指数
<i>GDP_gr</i>	省名义GDP增长率

(四)主要变量的描述性统计

在样本选择方面,本文剔除了金融行业的上市公司以及被列入ST名单的上市公司。为消除离群值对实证结果的可能影响,本文对主要变量进行了1%和99%分位数的缩尾处理。如表2所示,本文对主要变量进行了描述性统计。

表2 主要变量的描述性统计

变量名	样本量	均值	标准差	5%分位数	中位数	95%分位数
被解释变量						
<i>R_taking1</i>	23904	0.036	0.043	0.004	0.021	0.140
<i>R_taking2</i>	23904	0.036	0.042	0.005	0.021	0.138
<i>R_taking3</i>	23904	0.034	0.044	0.003	0.018	0.139
解释变量						
<i>CSowner</i>	23904	0.103	0.303	0.000	0.000	1.000
控制变量						
<i>Asset</i>	23904	0.914	2.246	0.057	0.269	3.617
<i>Long_debt</i>	23904	0.044	0.078	0.000	0.001	0.226
<i>Netpro</i>	23904	0.045	0.051	-0.024	0.042	0.128
<i>Sales_gr</i>	23904	0.196	0.427	-0.261	0.125	0.837
<i>Firm_age</i>	23904	14.947	5.494	6.000	15.000	24.000
<i>Board</i>	23904	8.730	1.732	6.000	9.000	12.000
<i>Indep_rate</i>	23904	0.372	0.054	0.333	0.333	0.455
<i>Prv_L</i>	23904	1.288	0.422	0.740	1.177	2.095
<i>Mkt_index</i>	23904	8.918	1.630	5.570	9.230	10.770
<i>GDP_gr</i>	23904	0.113	0.051	0.052	0.104	0.224

四、实证结果

本部分展示了主要的实证结果,逐一验证前文的研究假设。

(一)银企共同国有所有权与企业风险承担

为了检验银企共同国有所有权对企业风险承担的影响,本文基于不同的模型设定估计了式(1),结果如表3所示。

在表3列(1)和列(2)中,本文使用 $[t, t+3]$ 年公司年度息税前利润的总资产占比例的标准差($R_taking1$)作为因变量,检验了银企共同国有所有权与企业风险承担之间的关系。表3列(2)结果表明,具有银企共同国有所有权的公司,其风险承担比不具有银企共同国有所有权的公司低0.3%,这大约占样本平均风险承担水平的8.3%。本文在表3列(3)和列(4)中使用上市公司年度息税前利润占总资产比例的标准差($R_taking2$)作为因变量,在表3列(5)和列(6)中使用上市公司年度总资产收益率的标准差($R_taking3$)作为因变量,分别再次检验基准回归结果。实证结果显示,银企共同国有所有权与企业风险承担显著负向相关,验证了基准回归结果的稳健性。

上述实证结果表明,银企间存在共同国有所有权的公司,由于公司与银行同属国有控制,国有银行通常不愿过多干预相关公司的内部治理。这种所有权结构可能为部分国企管理者追求“平静生活”等私人动机提供了便利。此外,为了避免企业利润波动和无法偿付贷款而受到惩罚,部分国企管理者通常较少参与风险承担和研发创新等活动。上述机制的共同作用导致银企共同国有所有权与较低的企业风险承担相对应,即验证了本文的第一个假设。

表3 银企共同国有所有权与企业风险承担

变量名	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	$R_taking1$	$R_taking1$	$R_taking2$	$R_taking2$	$R_taking3$	$R_taking3$
<i>CSowner</i>	-0.003*** (-2.633)	-0.003*** (-2.595)	-0.003*** (-2.676)	-0.003*** (-2.637)	-0.003*** (-2.585)	-0.003** (-2.539)
<i>Asset</i>	-0.002*** (-4.338)	-0.001*** (-4.136)	-0.002*** (-4.828)	-0.002*** (-4.625)	-0.001*** (-4.107)	-0.001*** (-3.897)
<i>Long_debt</i>	0.012 (1.403)	0.012 (1.463)	0.011 (1.369)	0.011 (1.422)	0.014 (1.632)	0.014* (1.677)
<i>Netpro</i>	-0.049*** (-4.524)	-0.054*** (-5.185)	-0.048*** (-4.611)	-0.054*** (-5.274)	-0.053*** (-4.788)	-0.059*** (-5.481)
<i>Sales_gr</i>	0.004*** (4.760)	0.004*** (4.495)	0.004*** (4.756)	0.004*** (4.483)	0.004*** (4.938)	0.004*** (4.669)
<i>Firm_age</i>		0.001 (0.617)		0.001 (0.537)		0.001 (0.545)
<i>Board</i>		0.001** (2.311)		0.001** (2.173)		0.001** (2.146)
<i>Indep_rate</i>		0.027** (2.554)		0.025** (2.385)		0.027** (2.506)
<i>Prv_L</i>		0.007 (1.311)		0.006 (1.164)		0.009 (1.553)
<i>Mkt_index</i>		-0.000 (-0.039)		-0.000 (-0.014)		0.000 (0.147)

续表 3

变量名	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	$R_taking1$	$R_taking1$	$R_taking2$	$R_taking2$	$R_taking3$	$R_taking3$
GDP_gr		0.041*** (2.731)		0.039*** (2.639)		0.043*** (2.828)
常数项	0.039*** (57.291)	-0.013 (-0.390)	0.039*** (59.006)	-0.007 (-0.225)	0.036*** (52.708)	-0.015 (-0.509)
公司固定效应	是	是	是	是	是	是
行业固定效应	否	是	否	是	否	是
年份固定效应	是	是	是	是	是	是
观测值	23904	23904	23904	23904	23904	23904
调整后 R^2	0.465	0.474	0.464	0.472	0.466	0.475

注:括号内为经过企业层面聚类调整的稳健t值,*,**和***分别表示在10%、5%和1%的显著性水平下显著。

(二)银企共同国有所有权、银行监督与企业风险承担^①

接下来,本文关注银行监督能否改变银企共同国有所有权对企业风险承担的影响。尽管理论上银企共同国有所有权使得企业和银行处于同一控制权下,削弱了银行对授信企业的监督,但如果企业从银行获取了较大数额的贷款或贷款在公司负债总额中占据较大比例,银行就不得不对这类贷款的偿付风险给予额外关注,即改变先前消极的监督态度,转而督促企业承担风险并开展创新活动。同时,如果银行贷款在公司融资结构中占据较大比重,银行作为重要的外部治理机制也将发挥更加重要的作用(He et al., 2017)。

因此,本文构建了用于衡量企业现有贷款强度的指标——贷款余额,其定义为公司未偿还贷款总额与总资产的比值($Loan_r$)。随后,在基准回归中,本文额外加入了银企共同国有所有权与贷款强度的交乘项($CSowner \times Loan_r$)。通过检验交乘项系数的符号和显著性水平,即可评估银行监督在银企共同国有所有权下对企业风险承担的影响。

如表4列(1)和列(2)所示,在不同的模型设定下,贷款强度($Loan_r$)在1%的显著性水平下正向影响企业的风险承担,且银企共同国有所有权与贷款强度的交乘项系数($CSowner \times Loan_r$)在1%的显著性水平下显著为正。这表明,较大的银行贷款规模会促使银行更积极地履行对贷款使用情况的监督责任。银行的监督作用有助于缓解银企共同国有所有权企业中管理层追求“平静生活”的代理问题,推动其开展创新研发并主动承担风险,从而提高贷款的偿还能力。这验证了本文的第二个假设^②。

^① 为了进一步证明银行监督可以削弱银企共同国有所有权对企业风险承担的负向影响方面的作用,我们按照以下规则构建了国有贷款关系变量:当公司为中央国有控股且主要贷款银行为地方国有银行,或者公司为地方国有控股且主要贷款银行为“六大”中央国有银行时,将其定义为国有贷款关系。随后,我们将国有贷款关系分别与银行监督、短期贷款以及担保贷款进行交乘检验。我们发现银行监督、短期贷款和担保贷款均未能显著调节国有贷款关系对企业风险承担的影响。基于此,我们认为,银行自身风险规避的内在属性不足以全面解释银行监督效应在银企共同国有所有权与公司风险承担之间的调节作用。对相关实证结果感兴趣的读者,可联系作者获取详细实证分析。

^② 银企共同国有所有权可能导致企业过度保守,甚至放弃部分现金流为正且风险适度的投资项目(余明桂等, 2013)。在避免追究责任和墨守成规的动机驱动下,部分具有银企共同国有所有权的企业表现出较低的盈利能力和投资效率(Matuszak and Kabacinski, 2021),由此可能增加了银行贷款违约的可能性(田光宁和杨璐, 2023)。适度的银行监督理论上可以督促企业管理者勤勉尽职、积极创新,并承担适度的风险,从而提高具有银企共同国有所有权企业的利润水平,增强其偿还贷款的能力(He et al., 2017)。我们在未汇报的结果中发现,银企共同国有所有权降低了企业的利息保障倍数,削弱了企业的偿债能力;而以贷款强度衡量的银行监督改善了银企共同国有所有权对企业利息保障倍数的负面影响。对未汇报结果感兴趣的读者可联系作者索取相关信息。

表4 银企共同国有所有权、银行监督与企业风险承担

变量名	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	$R_taking1$	$R_taking1$	$R_taking1$	$R_taking1$	$R_taking1$	$R_taking1$
$CSowner$	-0.008*** (-3.886)	-0.008*** (-4.180)	-0.006*** (-3.470)	-0.006*** (-3.677)	-0.007*** (-3.957)	-0.008*** (-4.297)
$Loan_r$	0.017*** (2.741)	0.015*** (2.719)				
$CSowner \times Loan_r$	0.021*** (2.647)	0.021*** (2.746)				
Gua_Loanr			0.047*** (4.333)	0.044*** (3.860)		
$CSowner \times Gua_Loanr$			0.038*** (2.780)	0.036*** (2.647)		
$Shrt_Loanr$					0.017** (2.542)	0.016** (2.533)
$CSowner \times Shrt_Loanr$					0.033*** (2.847)	0.033*** (2.822)
控制变量	否	是	否	是	否	是
公司固定效应	是	是	是	是	是	是
行业固定效应	是	是	是	是	是	是
年份固定效应	是	是	是	是	是	是
观测值	23287	23287	21295	21295	23287	23287
调整后R ²	0.474	0.478	0.472	0.476	0.474	0.478

注:括号内为经过企业层面聚类调整的稳健t值,*、**和***分别表示在10%、5%和1%的显著性水平下显著。

(三)担保抵押条款和短期贷款合约的约束效应

贷款合约条款的约束效应可以增强银行对授信企业公司治理的影响(Cerqueiro et al., 2016; Ono and Uesugi, 2009)。例如,银行可以通过设置抵押品要求来约束借款人的行为,从而使贷款企业的经营行为更加符合贷款合约的要求。此外,银行还可以通过设置担保抵押贷款条件来影响公司更换首席执行官的可能性。这是因为,在包含担保或抵押条款的贷款合同中,一旦公司发生违约,将面临比普通贷款合同更高的额外成本。在担保抵押条款的约束和激励下,公司经理人通常会表现得更为尽责,公司内部治理也会更加有效,能够更及时地撤换不称职的经理人。这些效应的共同作用最终提升了公司整体的风险承担和研发动力。

类似地,短期贷款合约也是银行监督借款企业经营行为的一种重要工具(Graham et al., 2008),它赋予了银行更多的议价能力。短期贷款合约使银行能够根据企业的实际经营状况更加方便地决定是否与企业签订新的贷款协议,敦促企业加快偿还贷款,并对企业的潜在违约行为发出警告。

为了检验担保抵押条款对银企共同国有所有权企业的监督作用,本文使用担保贷款占公司总资产的比例作为担保抵押条款的代理变量(Gua_loan),并且加入了它与银企共同国有所有权的交乘项($CSowner \times Gua_loan$)。表4列(3)和列(4)的结果表明,担保抵押条款的系数、银企共同国有所有权与担保抵押条款交乘项的系数均在1%的显著性水平下显著为正。这说明担保抵押条款不仅可以促进企业的风险承担,还可以缓解银企共同国有所有权对企业风险承担的抑制作用。

进一步地,本文使用短期贷款占总资产的比例($Shrt_loan$)作为短期贷款合约的代理变量,并加

入了它与银企共同国有所有权的交乘项($C_{Sowner} \times Shrt_loan$),从而检验短期贷款合约对银企共同国有所有权企业的监督作用。表4列(5)和列(6)的结果表明,短期贷款合约本身会在5%的显著性水平下促进企业的风险承担。而银企共同国有所有权与短期贷款合约的交乘项与企业风险承担在1%的显著性水平下正相关,这说明银行可以借助短期贷款合约更好地监督银企共同国有所有权企业,敦促其承担风险并开展研发创新。以上实证结果表明,银行可以借助担保抵押条款和短期贷款合约监督企业,提升企业的风险承担水平,即验证了本文的第三个假设^①。

五、稳健性检验与其他结果

本部分展示了文章的主要稳健性检验、内生性问题处理和其他的实证结果。

(一)稳健性检验

在基准实证结果中,本文已经验证了银企共同国有所有权会抑制企业的风险承担。为了确保基准实证结果的稳健性,本文进行了以下一系列稳健性检验。首先,参考Sila et al.(2016),本文计算了公司股票在 $[t+1, t+3]$ 季度滚动窗口下月度股价收益率的标准差(R_{taking_m}),将其作为公司风险承担的代理变量。表5A列(1)结果表明,银企共同国有所有权与基于股价收益率得到的公司风险承担显著负相关,再次验证了基准实证结果的稳健性。其次,本文计算了公司股价收益率在市场模型下的残差,并进一步计算了月度股价收益率残差在 $[t+1, t+3]$ 滚动窗口下的标准差(R_{t_sid}),将其作为公司风险承担的代理变量。表5A列(2)结果显示,银企共同国有所有权与企业风险承担之间仍然保持负相关。接下来,本文使用公司研究开发支出占销售收入的比重($R\&D$)作为风险承担的替代变量。表5A列(3)结果表明,银企共同国有所有权抑制了企业的研究和开发支出。在表5A列(4)中,本文以 $[t, t+4]$ 年为滚动窗口(即5年)计算了季度息税前利润(EBIT)占总资产比重的标准差,并将其作为公司风险承担的代理变量。结果显示,银企共同国有所有权仍然显著抑制了企业的风险承担。在表5A列(5)中,本文以 $[t, t+3]$ 年为滚动窗口(即4年)计算了季度息税前利润(EBIT)占主营业务收入比重的标准差,并将其作为公司风险承担的代理变量。实证结果表明,银企共同国有所有权仍然与企业风险承担显著负相关。在表5A列(6)中,本文使用倾向性得分匹配法将银企共同国有所有权公司与非银企共同国有所有权公司进行1:1匹配。结果显示,倾向性得分匹配后,银企共同国有所有权仍然抑制企业的风险承担。以上实证结果证明了基准实证结果的稳健性。

银企共同国有所有权在一定程度上体现了国有属性,但其对企业风险承担的抑制作用并不完全源于国有企业本身的风险厌恶特征。

为了验证这一点,我们进行了以下检验。首先,在银企共同国有所有权影响企业风险承担的基准回归中,我们额外加入了公司是否具有国有属性的虚拟变量。表5B的结果显示,即使在控制公司是否具有国有属性的虚拟变量后,银企共同国有所有权仍然显著抑制企业的风险承担。这表明,国有属性的风险厌恶特征不足以完全解释银企共同国有所有权对企业风险承担的抑制作用。

为了进一步排除国有企业的风险厌恶属性对实证结果所造成的干扰,参考Walls and Dyer

^① 在银企共同国有所有权企业中,由于企业倾向于保守经营、规避风险及追求“平静生活”,可能会影响其偿付能力。在此背景下,短期借款和担保合同在更大程度上发挥了激励企业正常投资经营的作用,从而有助于企业获取稳定利润。短期借款和担保合同不仅不会给企业带来过度的还款压力,反而可能通过创造更充足的现金流,确保贷款利息的顺利偿付。例如,Cerqueiro et al.(2016)和Gustafson et al.(2021)等文献已经证明,担保品和短期贷款协议可以有效督促企业积极经营,并更好地履行还款义务。我们在未汇报的结果中发现,短期贷款和担保贷款形式的银行监督改善了银企共同国有所有权对企业利息保障倍数的负面影响。对未汇报的结果感兴趣的读者可向作者索取相关信息。

(1996)和陈运森等(2022),我们使用公司持有风险资产的比重($Risk_att$)来度量公司管理层的风险偏好。其中,持有风险资产比重越高,管理层更加偏好风险,公司也更有可能是偏好风险的公司^①。表5B的结果表明,银企共同国有所有权与风险承担倾向的交乘项($Csowner \times Risk_att$)在5%的显著性水平上负向影响了企业的风险承担。这说明,管理层更加偏好风险时,银企共同国有所有权仍然显著抑制了企业的风险承担。这进一步排除了国有企业的风险厌恶属性对实证结果造成的干扰。

表5 银企共同国有所有权与企业风险承担的稳健性检验

A: 稳健性检验						
变量名	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	R_taking_m	Rt_rsid	$R\&D$	R_taking_5year	R_taking_s	$R_taking1$ PSM(1:1)
$CSowner$	-0.005*** (-3.126)	-0.003** (-2.120)	-0.002*** (-3.038)	-0.003** (-2.508)	-0.012*** (-2.659)	-0.003** (-1.964)
控制变量	是	是	是	是	是	是
公司固定效应	是	是	是	是	是	是
行业固定效应	是	是	是	是	是	是
年份固定效应	是	是	是	是	是	是
观测值	20070	20070	10032	18825	23873	6283
调整后 R^2	0.301	0.250	0.853	0.564	0.534	0.445
B: 排除风险厌恶属性						
变量名	(1)	(2)	(3)	(4)		
	$R_taking1$	$R_taking1$	$R_taking1$	$R_taking1$		
$CSowner$	-0.003*** (-2.675)	-0.003** (-2.391)	0.003 (1.126)	0.003 (1.036)		
$Risk_att$			0.002*** (3.808)	0.002*** (3.289)		
$Csowner \times Risk_att$			-0.002** (-2.264)	-0.002** (-2.047)		
SOE	-0.007 (-1.485)	-0.007 (-1.580)				
控制变量	是	是	是	是		
公司固定效应	是	是	是	是		
行业固定效应	是	是	是	是		
年份固定效应	否	是	否	是		
观测值	23904	23904	21790	21790		
调整后 R^2	0.468	0.474	0.493	0.498		

注:括号内为经过企业层面聚类调整的稳健t值,*、**和***分别表示在10%、5%和1%的显著性水平下显著。

① 具体地,我们构建风险资产占比指标(交易性金融资产+可供出售金融资产+投资性房地产)/总资产,并将其按数值大小划分为1-4四个等级,作为衡量管理层风险偏好的代理变量。

(二)工具变量方法

银企共同国有所有权与企业风险承担之间可能存在潜在的内生性问题。例如,风险承担较低的公司可能更容易从同一国有控制权下的银行获得贷款。为了解决这种潜在的内生性问题,本文采用了两阶段最小二乘工具变量回归方法。具体而言,本文选择了银行注册地至公司注册地之间的铁路距离的对数(*Train*)作为银企共同国有所有权的工具变量。参考孙传旺等(2019)的做法,本文将铁路距离的对数与年趋势项相乘,以克服铁路距离在时间维度上变动性较小的不足。本文选择铁路距离作为工具变量的依据是:地理位置更加接近的中央国有银行与中央国有控股企业之间通常更可能开展业务合作,地理位置更加接近的地方国有银行和地方国有企业之间的股权关系和业务往来更加紧密(向元高和罗进辉,2023)。因此,公司与银行注册地之间的铁路距离可以预测银企共同国有所有权的形成,满足工具变量的相关性条件。此外,银行和公司注册地之间的铁路距离不太可能通过其他渠道直接影响企业的风险承担,从而满足工具变量的排他性假设。

如表6列(1)和列(3)所示,本文以银企共同国有所有权(*CSowner*)为因变量,以银行与公司注册地之间的铁路距离(*Train*)为核心自变量进行第一阶段回归。结果显示,银行与公司之间铁路距离变量前的系数在1%的显著性水平下为负,整体回归的F值分别为57.960和56.670,均超过了Stock and Yogo(2005)在10%显著性水平下的临界值。这表明银行与公司注册地之间的铁路距离越远,银行与公司之间建立银企共同国有所有权的可能性越小。

进一步地,如表6列(2)和列(4)所示,在第二阶段回归中,本文使用第一阶段回归中得到的银企共同国有所有权的拟合值($\widehat{CSowner}$)对企业风险承担(*R_taking1*)进行回归。结果表明,使用工具变量方法后,银企共同国有所有权仍然显著负向影响企业的风险承担。以上结果表明,在考虑内生性问题的前提下,银企共同国有所有权依然负向影响企业的风险承担。

表6 工具变量:银企共同国有所有权与企业风险承担

变量名	(1)	(2)	(3)	(4)
	第一阶段 <i>CSowner</i>	第二阶段 <i>R_taking1</i>	第一阶段 <i>CSowner</i>	第二阶段 <i>R_taking1</i>
<i>Train</i>	-0.000*** (-7.613)		-0.000*** (-7.528)	
$\widehat{CSowner}$		-0.068*** (-3.713)		-0.043** (-2.457)
控制变量	是	是	是	是
行业固定效应	否	否	是	是
年份固定效应	是	是	是	是
观测值	23607	23607	23607	23607
F值	57.960		56.670	
Stock-Yogo(10%)	16.380		16.380	

注:括号内为经过企业层面聚类调整的稳健t值,*、**和***分别表示在10%、5%和1%的显著性水平下显著。

(三)银行兼职董事与外部融资依赖

为进一步探讨银企共同国有所有权背景下银行监督效应影响公司风险承担的可能路径,本文首先从公司内部的银行兼职董事入手进行分析。为此,本文构建了公司董事会是否存在银行兼职董事的虚拟变量(*Bank_dr*),并依据公司董事会是否存在银行兼职董事进行分组回归。

如表7列(1)所示,在公司董事会内部存在银行董事的组内(即*Bank_dr=1*),银企共同国有所有

权对企业风险承担的影响并不显著;而如表7列(2)所示,在公司董事会不存在银行董事的组内(即 $Bank_dr=0$),银企共同国有所有权显著抑制了企业的风险承担。同时,组间系数差异检验表明,在这两个组别中银企共同国有所有权对企业风险承担的影响系数差异显著。以上结果说明,当公司董事会内部存在银行兼职董事时,贷款银行对公司内部经营状况的私有信息更加了解,更容易监督公司的经营行为,因而银行对授信企业的监督得到加强,银企共同国有所有权不会显著抑制此类企业的风险承担。而当公司内部不存在银行兼职董事时,贷款银行通常疏于对授信企业的监督,因此银企共同国有所有权显著抑制企业的风险承担与创新。因此,公司内部是否存在银行董事关系到银企共同国有所有权能否显著影响公司的风险承担^①。

此外,正如第二个假设所述,银行会对贷款融资占比更高的公司施加更强的监督,因为这类公司的违约可能会给银行造成更大的损失。考虑到银行贷款是中国企业的主要外部融资方式,参考 He et al.(2017),本文构建了公司外部融资依赖程度的度量指标(EFD)^②,并认为更加依赖外部融资的公司同时也更加依赖银行贷款,银行也更有可能对这类企业施加额外的监督。

具体地,本文依据公司的外部融资依赖程度对全部公司进行分组,将外部融资依赖程度位于前25%分位数以内的公司定义为高外部融资依赖公司(EFD_High),将外部融资依赖程度位于前25%分位数之外的公司定义为低外部融资依赖公司(EFD_Low)。表7列(3)和列(4)展示了分组回归结果。在高外部融资依赖组中,银企共同国有所有权对公司风险承担的影响并不显著;而在低外部融资依赖组中,银企共同国有所有权显著负向影响公司的风险承担。组间系数差异检验表明,此两组之间银企共同国有所有权对公司风险承担的影响差异显著。这验证了外部融资依赖程度是银企共同国有所有权影响公司风险承担的重要渠道。

表7 银行董事与外部融资依赖

变量名	(1)	(2)	(3)	(4)
	$R_taking1$ $Bank_dr=1$	$R_taking1$ $Bank_dr=0$	$R_taking1$ EFD_High	$R_taking1$ EFD_Low
$CSowner$	0.006 (1.043)	-0.003*** (-2.789)	-0.004 (-1.388)	-0.003** (-2.039)
控制变量	是	是	是	是
公司固定效应	是	是	是	是
行业固定效应	是	是	是	是
年份固定效应	是	是	是	是

① 银企共同国有所有权可能导致企业过度厌恶风险和投资不足,从而不利于企业赚取正常的经济利润,最终损害其还款能力。然而,当具有银企共同国有所有权的公司内部存在银行兼职董事时,这些董事能够有效监督企业的经营和投资行为,督促其适当承担风险并创造合理利润。这种监督不仅不会对企业的还款能力产生负面影响,反而有助于提升企业的偿债能力(Keswani et al., 2021; Bodnaruk and Rosssi, 2021)。在未汇报的实证结果中,我们发现,当企业内部存在银行兼职董事时,银企共同国有所有权对企业的维持性投资没有显著影响;而在没有银行兼职董事的情况下,银企共同国有所有权显著负向影响企业的维持性投资。组间系数差异检验的结果表明,在银行兼职董事存在与否的两种情境下,银企共同国有所有权对企业维持性投资的影响存在显著差异。这说明,银行董事更倾向于认为企业开展适度正常的投资有利于提升其还款能力。另外,按照审稿人的建议。我们按照企业维持性投资的高低对样本分组,分别检验银企共同国有所有权对企业利息保障倍数的影响。结果发现,在维持性投资较低的组内,银企共同国有所有权更显著地负向影响了企业的利息保障倍数。这说明,较低的企业维持性投资,加剧了银企共同国有所有权对企业偿债能力的损害。再次感谢审稿人的建议。若读者对未汇报的结果感兴趣,可向作者索取相关信息。

② 参考 He et al.(2017),本文使用如下公式来计算公司的外部融资依赖程度。 $EFD_i = \frac{Capital_Exp_i + RD_i - CFlow_i}{Capital_Exp_i + RD_i}$ 其中, $Capital_Exp_i$ 代表公司 i 在 t 年的资本支出, $R\&D_i$ 表示公司 i 在 t 年的研发支出, $CFlow_i$ 表示公司 i 在 t 年的经营性现金流。

续表7

变量名	(1) <i>R_taking1</i> <i>Bank_dr=1</i>	(2) <i>R_taking1</i> <i>Bank_dr=0</i>	(3) <i>R_taking1</i> <i>EFD_High</i>	(4) <i>R_taking1</i> <i>EFD_Low</i>
观测值	665	23132	4945	17942
调整后 R ²	0.749	0.473	0.530	0.468
组间系数差异(P值)		0.000		0.000

注:括号内为经过企业层面聚类调整的稳健t值,*、**和***分别表示在10%、5%和1%的显著性水平下显著。

(四)信息披露与中央、地方银企共同国有所有权

公司信息披露质量影响了银行等外部监督模式的有效性。在更加透明的公司环境中,公司管理层更难隐瞒自身的私有信息,银行等外部监督方式也更容易发挥作用;而在相对不透明的环境中,银行难以监督公司的经营行为,因而银企共同国有所有权更多地表现为对公司风险承担的抑制作用。

根据 Kang et al.(2018),本文使用跟踪公司的分析师人数作为公司信息透明度的代理变量。本文依据跟踪公司分析师人数将全部公司分为四组,其中分析师人数位于前25%的公司记为高信息透明度公司(*High_anlyst*),而分析师人数位于前25%以外的公司记为低信息透明度公司(*Low_anlyst*)。表8列(1)和列(2)的结果表明,在高信息透明度公司中,银企共同国有所有权不能显著影响公司的风险承担;而在低信息透明度公司中,银企共同国有所有权显著抑制了公司的风险承担。组间系数差异检验表明,在信息透明度不同的两个组中,银企共同国有所有权对公司风险承担的影响存在显著差异。这说明公司信息透明度是银企共同国有所有权影响公司风险承担的重要渠道。

接下来,本文探究了中央和地方银企共同国有所有权对公司风险承担的影响差异。本文将银企共同国有所有权细化为两类:中央银企共同国有所有权和地方银企共同国有所有权。为此,本文构建了是否具备中央银企共同国有所有权的虚拟变量(*CSowner_cen*),即对于具备中央银企共同国有所有权的公司,该变量记为1,对于不具备任何银企共同国有所有权(包括中央和地方)的公司,该变量记为0。此外,本文还构建了是否具备地方银企共同国有所有权的虚拟变量(*CSowner_loc*),即对于具备地方银企共同国有所有权的公司,该变量记为1,对于不具备任何银企共同国有所有权(包括中央和地方)的公司,该变量记为0。

表8列(3)的结果表明,中央银企共同国有所有权会显著负向影响公司的风险承担;表8列(4)的结果表明,地方银企共同国有所有权对公司风险承担的影响并不显著。这表明中央银企共同国有所有权更显著地抑制了公司的风险承担。

表8 信息披露与中央、地方银企共同国有所有权

变量名	(1) <i>R_taking1</i> <i>High_anlyst</i>	(2) <i>R_taking1</i> <i>Low_anlyst</i>	(3) <i>R_taking1</i>	(4) <i>R_taking1</i>
<i>CSowner</i>	-0.002 (-1.361)	-0.004*** (-2.876)		
<i>CSowner_cen</i>			-0.003** (-2.177)	

续表 8

变量名	(1) <i>R_taking1</i> <i>High_analyst</i>	(2) <i>R_taking1</i> <i>Low_analyst</i>	(3) <i>R_taking1</i>	(4) <i>R_taking1</i>
<i>CSowner_loc</i>				-0.005 (-1.644)
控制变量	是	是	是	是
公司固定效应	是	是	是	是
行业固定效应	是	是	是	是
年份固定效应	是	是	是	是
观测值	4882	18367	23630	21689
调整后 R ²	0.615	0.469	0.474	0.475
组间系数差异(P值)		0.000		

注:括号内为经过企业层面聚类调整的稳健t值,*、**和***分别表示在10%、5%和1%的显著性水平下显著。

(五) 风险承担不足与企业未来价值

前文已经证明,银企共同国有所有权会抑制公司的风险承担,导致公司表现出风险承担不足。然而,并不是所有的公司风险承担行为都能带来企业价值的提升(Ferris et al., 2017),因此需要进一步关注风险承担不足对公司未来价值的影响。

参考Ferris et al.(2017),本文首先测算了因银企共同国有所有权所导致的风险承担不足。具体而言,本文计算了公司建立银企共同国有所有权[t, t+2]年内年度息税前利润(EBIT)占总资产比重的标准差,减去[t-3, t-1]年内年度息税前利润(EBIT)占总资产比重的标准差,并取其绝对值(*Ab_vol1*),以此衡量公司因建立银企共同国有所有权而下降的风险承担水平,即风险承担不足的程度。此外,本文还计算了公司建立银企共同国有所有权[t, t+3]年内年度息税前利润(EBIT)占总资产比重的标准差,减去[t-4, t-1]年内息税前利润(EBIT)占总资产比重标准差,并取其绝对值(*Ab_vol2*),作为衡量公司因建立银企共同国有所有权而下降的风险承担水平的替代性变量。

对于建立银企共同国有所有权后公司价值的变动,本文采用了如下两种方法进行测算。其一,本文计算了公司建立银企共同国有所有权宣告日后36个月期间的持有期超额收益(*BHAR36*)。其二,本文计算了公司建立银企共同国有所有权宣告日后48个月期间的持有期超额收益(*BHAR48*)。

如表9列(1)、列(2)和列(3)所示,本文检验了公司因建立银企共同国有所有权所导致的风险承担不足(*Ab_vol1*)与建立该所有权关系后36个月持有期超额收益(*BHAR36*)之间的关系。结果表明,在不同的模型设定下,公司因建立银企共同国有所有权导致的风险承担不足显著降低了公司在建立银企共同国有所有权后36个月内持有期超额收益所表示的公司价值。为了确保结果的稳健性,本文在表9列(4)、列(5)和列(6)中进一步检验了公司因建立银企共同国有所有权所导致的风险承担不足(*Ab_vol2*)与建立该所有权关系后48个月持有期超额收益(*BHAR48*)的关系。结果表明,即便替换度量指标后,公司因建立银企共同国有所有权导致的风险承担不足仍然与建立银企共同国有所有权后48个月内持有期超额收益所表示的公司价值显著负相关。

上述实证结果表明,建立银企共同国有所有权会抑制公司的风险承担,这种抑制作用进一步损害了公司价值。

刘尔卓等:银企共同国有所有权与企业风险承担

表9 风险承担不足与企业未来价值

变量名	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	<i>BHAR36</i>	<i>BHAR36</i>	<i>BHAR36</i>	<i>BHAR48</i>	<i>BHAR48</i>	<i>BHAR48</i>
<i>Ab_vol1</i>	-1.404** (-2.536)	-1.241** (-2.312)	-1.137** (-2.069)			
<i>Ab_vol2</i>				-2.007** (-2.393)	-1.824** (-2.105)	-1.716** (-1.978)
控制变量	否	否	是	否	否	是
行业固定效应	是	是	是	是	是	是
年份固定效应	否	是	是	否	是	是
观测值	1616	1616	1600	1111	1111	1096
调整后 R ²	0.010	0.067	0.086	0.015	0.060	0.087

注:括号内为经过企业层面聚类调整的稳健t值,*、**和***分别表示在10%、5%和1%的显著性水平下显著。

(六)关于优化银企共同国有所有权作用机制的探讨

由于银企共同国有所有权过度抑制企业风险承担,进而影响公司价值,本文从贷款限额、约束条款、银企关系和第三方监督四个维度,探讨了优化银企共同国有所有权作用机制的具体方法、理论支持和作用路径。

首先,本文以公司当年获得银企共同国有所有权贷款是否具有贷款上限来度量贷款限额,并将其作为银行对企业施加监督的渠道之一。如表10A列(1)和列(2)所示,我们分别在有贷款上限和无贷款上限的组别中,检验了银企共同国有所有权与企业风险承担之间的关系。结果显示,在具有贷款上限的组别(*Loan_ltd*=1),银企共同国有所有权与企业风险承担之间的关系虽为正相关,但并不显著;而在无贷款上限的组别(*Loan_ltd*=0),银企共同国有所有权显著抑制了企业的风险承担。同时,组间系数差异检验的结果表明,在有无贷款上限的两个组内,银企共同国有所有权对企业风险承担的影响差异在1%的水平上显著。这表明,当存在贷款限额时,银企共同国有所有权公司会变得相对勤勉,更加积极地适度承担风险;而不存在贷款限额时,银企共同国有所有权会对企业风险承担表现出更强的抑制作用,即贷款限额可以调整银企共同国有所有权与企业风险承担之间的关系。

其次,我们以银企共同国有所有权贷款合同中是否有明确的贷款目的来衡量贷款的约束条款,并把它作为银行施加监督的又一重要渠道。通常而言,当公司获得的贷款具有明确的贷款目的时,银企共同国有所有权公司在贷款使用上会面临更加严格的约束。如表10A列(3)和列(4)所示,我们分别在具有明确贷款目的和不具有明确贷款目的的组别中,检验了银企共同国有所有权与企业风险承担之间的关系。其中,在有明确贷款目的的组别(*Purpose*=1),银企共同国有所有权与企业风险承担之间的关系虽正向相关,但并不显著;而在没有明确贷款目的的组别(*Purpose*=0),银企共同国有所有权显著抑制了企业的风险承担。而且,组间系数差异检验的结果表明,在有无明确贷款目的两个组别内,银企共同国有所有权对企业风险承担的影响差异在5%的显著性水平上显著。这说明,明确的贷款目的在一定程度上会约束企业行为,敦促具有银企共同国有所有权的企业去适度投资并承担相应的风险。

再次,我们从银企关系的视角探讨银行监督对企业风险承担的正向影响。我们按照银行与企业建立银企关系的年限将全部的样本分为四组。其中,银企关系年限位于前25%的公司被定义为具有较长银企关系的公司,即*Relation*=1;而其余公司被定义为银企关系年限较短的公司,即

Relation=0。根据 Chang et al.(2014)和 Cenni et al.(2015),银行掌握了银企关系年限较长公司更多的非公开信息(即“软信息”),更加便于监督这类公司的行为。因而,我们按照银企关系年限的长短对公司进行了分组,分别检验不同组别中银企共同国有所有权与企业风险承担之间的关系。如表 10B 列(1)和列(2)所示,在银企关系年限较长的公司中,银企共同国有所有权在 10% 的显著性水平上对企业的风险承担产生了正向影响,而在银企关系年限较短的公司中,银企共同国有所有权在 1% 的显著性水平上显著抑制了企业的风险承担。进一步地,组间系数差异检验的结果表明,在银企关系较长和较短的两个组内,银企共同国有所有权对企业风险承担的影响差异在 1% 的显著性水平上显著。这说明,建立长期的银企关系有助于增强银行对企业风险承担行为的有效监督。

最后,我们以银企共同国有所有权贷款是否向资本市场公开披露为指标,来衡量第三方(即市场投资者)对银企共同国有所有权贷款的监督强度。通常情况下,向资本市场披露的银企共同国有所有权贷款会受到更为严格的市场投资者监督。如表 10B 列(3)和列(4)所示,我们分别在有无第三方监督的组别中,检验了银企共同国有所有权对企业风险承担的影响。结果表明,在银企共同国有所有权贷款受到资本市场投资者监督的情况下(*Disclose=1*),银企共同国有所有权对企业风险承担的影响虽为正向,但并不显著;而在银企共同国有所有权贷款未受到资本市场投资者监督的情况下(*Disclose=0*),其显著抑制了企业的风险承担。此外,组间系数差异检验的结果表明,在银企共同国有所有权贷款是否向资本市场公开披露的两个组别中,银企共同国有所有权对企业风险承担的影响差异在 5% 的显著性水平上显著。这表明,资本市场的监督能够增强银行对银企共同国有所有权的监督效果。

表 10 关于优化银企共同国有所有权作用机制的探讨

A: 优化作用机制讨论 1				
变量名	(1)	(2)	(3)	(4)
	<i>R_taking1</i> <i>Loan_ltd=1</i>	<i>R_taking1</i> <i>Loan_ltd=0</i>	<i>R_taking1</i> <i>Purpose=1</i>	<i>R_taking1</i> <i>Purpose=0</i>
<i>CSowner</i>	0.001 (0.719)	-0.006** (-2.409)	0.000 (0.195)	-0.003** (-2.017)
控制变量	是	是	是	是
公司固定效应	是	是	是	是
行业固定效应	是	是	是	是
年份固定效应	是	是	是	是
观测值	11725	11049	9041	13743
调整后 R ²	0.561	0.495	0.609	0.497
组间系数差异(P值)		0.000		0.050
B: 优化作用机制讨论 2				
变量名	(1)	(2)	(3)	(4)
	<i>R_taking1</i> <i>Relation=1</i>	<i>R_taking1</i> <i>Relation=0</i>	<i>R_taking1</i> <i>Disclose=1</i>	<i>R_taking1</i> <i>Disclose=0</i>
<i>CSowner</i>	0.003* (1.722)	-0.007*** (-4.345)	0.001 (0.383)	-0.003** (-2.173)
控制变量	是	是	是	是
公司固定效应	是	是	是	是
行业固定效应	是	是	是	是

续表 10

B: 优化作用机制讨论 2

变量名	(1)	(2)	(3)	(4)
	<i>R_taking1</i> <i>Relation=1</i>	<i>R_taking1</i> <i>Relation=0</i>	<i>R_taking1</i> <i>Disclose=1</i>	<i>R_taking1</i> <i>Disclose=0</i>
年份固定效应	是	是	是	是
观测值	4916	18740	9278	13526
调整后 R ²	0.567	0.495	0.613	0.503
组间系数差异(P值)		0.000		0.018

注:括号内为经过企业层面聚类调整的稳健t值,*、**和***分别表示在10%、5%和1%的显著性水平下显著。

六、结论与政策建议

本文使用上市公司的主要贷款数据和利润数据,分别构建了银企共同国有所有权指标和上市公司风险承担指标,从而实证检验了银企共同国有所有权对公司风险承担的影响。本文发现,银企共同国有所有权会降低公司的风险承担,而以贷款强度所体现的银行监督以及担保抵押条款和短期贷款合约的约束效应能够缓解银企共同国有所有权对公司风险承担的抑制作用。

在进一步的检验中,本文更换了公司风险承担的度量指标和实证模型的估计方法,结果表明,在不同的模型设定下,银企共同国有所有权对公司风险承担的负向影响保持稳健。本文还使用贷款银行和授信企业之间的铁路距离作为工具变量,缓解了银企共同国有所有权与公司风险承担的内生性问题。在渠道分析中,本文发现,当公司内部有银行兼职董事、企业对外部融资依赖较强或信息披露较为透明时,银行能更有效地发挥监督作用,从而减弱银企共同国有所有权对公司风险承担的抑制效应。因此,公司内部的银行兼职董事、外部融资依赖程度以及信息披露透明度,是银企共同国有所有权影响公司风险承担的重要途径。在异质性分析中,研究发现,中央银企共同国有所有权相较于地方银企共同国有所有权,更显著地抑制了公司的风险承担。最后,本文基于不同度量指标和模型设定,发现因银企共同国有所有权导致的风险承担不足会损害公司的未来价值。贷款限额、贷款目的、银企关系和外部市场监督可以调整银企共同国有所有权,削弱它对企业风险承担的抑制作用。

结合本文的主要结论,本文提出如下几条政策建议。第一,中央和地方国有银行应通过担保抵押条款、短期贷款合约等契约安排,或通过向公司委派兼职董事等方式,增强对公司经营行为的监督力度,更有效发挥外部监督在激励企业创新和风险承担方面的作用。第二,中央和地方国有银行可以尝试通过设立贷款上限、明确和限制贷款用途、与企业建立长期的银企合作关系、敦促企业向资本市场公开披露贷款信息等方式来进一步调整国有银行与国有企业的共同所有权关系,敦促企业在确保偿还贷款的基础上适度承担风险和开展创新活动。第三,中央和地方国有企业应主动向外界披露自身的内部信息,提升公司的信息披露水平,为授信银行开展监督工作提供更多的便利和支持,更好地借助外部力量改善自身的风险承担和创新能力。

参考文献

- 曹春方、张超(2020):《产权权利束分割与国企创新——基于中央企业分红权激励改革的证据》,《管理世界》,第9期。
 陈运森、蒋艳、何玉润(2022):《违规经营投资责任追究与国有企业风险承担》,《会计研究》,第4期。
 杜勇、孙帆、邓旭(2021):《共同机构所有权与企业盈余管理》,《中国工业经济》,第6期。
 金宇超、靳庆鲁、宣扬(2016):《“不作为”或“急于表现”:企业投资中的政治动机》,《经济研究》,第10期。
 赖烽辉、李善民(2023):《共同股东网络与国有企业创新知识溢出——基于国有企业考核制度变迁的实证研究》,《经济研

究》,第6期。

雷雷、张大永、姬强(2023):《共同机构持股与企业ESG表现》,《经济研究》,第4期。

梁琪、余峰燕(2014):《金融危机、国有股权与资本投资》,《经济研究》,第4期。

潘越、汤旭东、宁博、杨玲玲(2020):《连锁股东与企业投资效率:治理协同还是竞争合谋》,《中国工业经济》,第2期。

孙传旺、罗源、姚昕(2019):《交通基础设施与城市空气污染——来自中国的经验证据》,《经济研究》,第8期。

田光宁、杨璐(2023):《国有企业混合所有制改革的治理效应研究:基于企业债务违约风险的视角》,《金融评论》,第5期。

王永钦、杨璨(2023):《银企共同持股与中国的企业创新》,《财贸经济》,第9期。

向元高、罗进辉(2023):《共同股东与公司治理趋同》,《系统工程理论与实践》,第6期。

于左、张容嘉、付红艳(2021):《交叉持股、共同股东与竞争企业合谋》,《经济研究》,第10期。

余明桂、李文贵、潘红波(2013):《民营化、产权保护与企业风险承担》,《经济研究》,第9期。

郑志刚、刘兰欣(2022):《所有者缺位与国企混合所有制改革的突破方向》,《经济管理》,第2期。

周泽将、罗进辉、李雪(2019):《民营企业身份认同与风险承担水平》,《管理世界》,第11期。

Azar, J., M. Schmalz and I. Tecu (2018): “Anticompetitive Effects of Common Ownership”, *Journal of Finance*, 73, 1513–1565.

Backus, M., C. Conlon and M. Sinkinson (2021): “Common Ownership in America: 1980–2017”, *American Economic Journal: Microeconomics*, 13, 273–308.

Bayona, A., Á. López and A. Manganelli (2022): “Common Ownership, Corporate Control and Price Competition”, *Journal of Economic Behavior & Organization*, 200, 1066–1075.

Benfratello, L., F. Schiantarelli and A. Sembenelli (2008): “Banks and Innovation: Microeconomic Evidence on Italian Firms”, *Journal of Financial Economics*, 90, 197–217.

Bodnaruk, A. and M. Rossi (2021): “Shareholders as Creditors of First Resort”, *Management Science*, 67, 1737–1757.

Boubakri, N., J. Cosset and W. Saffar (2013): “The Role of State and Foreign Owners in Corporate Risk-Taking: Evidence from Privatization”, *Journal of Financial Economics*, 108, 641–658.

Cenni, S., S. Monferrù, V. Salotti, M. Sangiorgi and G. Torluccio (2015): “Credit Rationing and Relationship Lending. Does Firm Size Matter?”, *Journal of Banking and Finance*, 53, 249–265.

Cerqueiro, G., S. Ongena and K. Roszbach (2016): “Collateralization, Bank Loan Rates, and Monitoring”, *Journal of Finance*, 71, 1295–1322.

Chang, C., G. Liao, X. Yu and Z. Ni (2014): “Information from Relationship Lending: Evidence from Loan Defaults in China”, *Journal of Money, Credit and Banking*, 46, 1225–1257.

Chang, X., Y. Chen and R. Masulis (2023): “Bank Lines of Credit as a Source of Long-Term Finance”, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 58, 1701–1733.

Diamond, D. (1991): “Monitoring and Reputation: The Choice Between Bank Loans and Directly Placed Debt”, *Journal of Political Economy*, 99, 689–721.

Edmans, A., D. Levit and D. Reilly (2019): “Governance under Common Ownership”, *Review of Financial Studies*, 32, 2673–2719.

Ersahin, N., R. M. Irani and H. Le (2021): “Creditor Control Rights and Resource Allocation within Firms”, *Journal of Financial Economics*, 139, 186–208.

Ferraris, L. and R. Minetti (2007): “Foreign Lenders and the Real Sector”, *Journal of Money, Credit and Banking*, 39, 945–964.

Ferris, S., D. Javakhadze and T. Rajkovic (2017): “CEO Social Capital, Risk-Taking and Corporate Policies”, *Journal of Corporate Finance*, 47, 46–71.

Gormley, T., N. Gupta and A. Jha (2018): “Quiet Life No More? Corporate Bankruptcy and Bank Competition”, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 53, 581–611.

Graham, J., S. Li and J. Qiu (2008): “Corporate Misreporting and Bank Loan Contracting”, *Journal of Financial Economics*, 89, 44–61.

Gustafson, M., I. Ivanov and R. Meisenzahl (2021): “Bank Monitoring: Evidence from Syndicated Loans”, *Journal of Financial Economics*, 139, 452–477.

Hao, Y. and J. Lu (2018): “The Impact of Government Intervention on Corporate Investment Allocations and Efficiency: Evidence from China”, *Financial Management*, 47, 383–419.

Hasan, I., Q. He and H. Lu (2022): “Social Capital, Trusting, and Trustworthiness: Evidence from Peer-to-Peer Lending”, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 57, 1409–1453.

刘尔卓等:银企共同国有所有权与企业风险承担

- He, J., L. Liang, H. Wang and H. Xia (2024): “Networking Behind the Scenes: Institutional Cross-Industry Holdings and Corporate Loan Markets”, *Management Science*, 70, 4932–4952.
- He, Q., C. Xue and C. Zhu (2017): “Financial Development and Patterns of Industrial Specialization: Evidence from China”, *Review of Finance*, 21, 1593–1638.
- Igawa, K. and G. Kanas (1990): “Asymmetric Information, Collateral, and Moral Hazard”, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 25, 469–490.
- Ioannidou, V., N. Pavanini and Y. Peng (2022): “Collateral and Asymmetric Information in Lending Markets”, *Journal of Financial Economics*, 144, 93–121.
- Jang, I., N. Kang and A. Yezegel (2022): “Common Ownership, Price Informativeness, and Corporate Investment”, *Journal of Banking and Finance*, 135, 106373.
- Jaud, M., M. Kukenova and M. Strieborny (2018): “Finance, Comparative Advantage, and Resource Allocation”, *Review of Finance*, 22, 1011–1061.
- Kang, S., E. Kim and Y. Lu (2018): “Does Independent Directors’ CEO Experience Matter?”, *Review of Finance*, 22, 905–949.
- Keswani, A., A. Tran and P. Volpin (2021): “Institutional Debtholder Governance”, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 56, 2103–2135.
- Lu, R., Q. Shen, T. Wang and X. Zhang (2022): “Frenemies: Corporate Advertising under Common Ownership”, *Management Science*, 68, 4645–4669.
- Matuszak, P. and B. Kabaciński (2021): “Non-Commercial Goals and Financial Performance of State-Owned Enterprises—Some Evidence from the Electricity Sector in the EU Countries”, *Journal of Comparative Economics*, 49, 1068–1087.
- Nikolov, B., L. Schmid and R. Steri (2019): “Dynamic Corporate Liquidity”, *Journal of Financial Economics*, 132, 76–102.
- Nini, G., D. Smith and A. Sufi (2012): “Creditor Control Rights, Corporate Governance, and Firm Value”, *Review of Financial Studies*, 25, 1713–1761.
- Ono, A. and I. Uesugi (2009): “Role of Collateral and Personal Guarantees in Relationship Lending: Evidence from Japan’s SME Loan Market”, *Journal of Money, Credit and Banking*, 41, 935–960.
- Park, H. and B. Oh (2022): “Common Ownership and Bank Stability: Evidence from the US Banking Industry”, *Journal of Financial Stability*, 58, 100832.
- Qian, J. and P. E. Strahan (2007): “How Laws and Institutions Shape Financial Contracts: The Case of Bank Loans”, *Journal of Finance*, 62, 2803–2834.
- Ramalingegowda, S., S. Utke and Y. Yu (2021): “Common Institutional Ownership and Earnings Management”, *Contemporary Accounting Research*, 38, 208–241.
- Roberts, M. and A. Sufi (2009): “Renegotiation of Financial Contracts: Evidence from Private Credit Agreements”, *Journal of Financial Economics*, 93, 159–184.
- Shi, J. and X. Zhang (2018): “How to Explain Corporate Investment Heterogeneity in China’s New Normal: Structural Models with State-Owned Property Rights”, *China Economic Review*, 50, 1–16.
- Sila, V., A. Gonzalez and J. Hagendorff (2016): “Women on Board: Does Boardroom Gender Diversity Affect Firm Risk?”, *Journal of Corporate Finance*, 36, 26–53.
- Stock, J. and M. Yogo (2005): “Asymptotic Distributions of Instrumental Variables Statistics with Many Instruments”, *Identification and Inference for Econometric Models: Essays in Honor of Thomas Rothenberg*, Cambridge University Press.
- Walls, M. and J. Dyer (1996): “Risk Propensity and Firm Performance: A Study of the Petroleum Exploration Industry”, *Management Science*, 42, 1004–1021.
- Wang, J. and L. Wang (2024): “When Shareholders Cross-Hold Lenders’ Equity: The Effects on the Costs of Bank Loans”, *Journal of Banking and Finance*, 163, 107189.
- Winton, A. and V. Yerramilli (2021): “Monitoring in Originate-to-Distribute Lending: Reputation versus Skin in the Game”, *Review of Financial Studies*, 34, 5886–5932.
- Zhang, X., M. Yu and G. Chen (2020): “Does Mixed-Ownership Reform Improve SOEs’ Innovation? Evidence from State Ownership”, *China Economic Review*, 61, 101450.

(责任编辑:罗滢)(编校:罗滢)

CONTENTS

performance sensitivity. Further analysis reveals that UIPs are less effective in curbing high-frequency dispersed share reduction by executives and have, to some extent, narrowed intra-firm pay gaps. Heterogeneity analysis shows that the inhibitory effect of UIP shareholding on opportunistic share reduction is more pronounced in non-state-owned enterprises, firms with lower institutional ownership, and those excluded from the Shanghai-Hong Kong and Shenzhen-Hong Kong Stock Connect programs. Encouraging industry competition and strengthening external media supervision can mitigate the adverse impact of UIP shareholding on compensation incentives. From the dual perspectives of monitoring and incentives, this study reveals the market supervisory role of UIPs, which possess both policy attributes and market functions, providing empirical evidence for the market-oriented transformation of UIPs and the improvement of the capital market regulatory system.

Keywords: Shareholding by City Investment Platforms; Executive Opportunistic Share Reduction; Compensation Performance Sensitivity; Regulatory Shareholder

JEL Codes: D21; G34; L51

Common State Ownership by Banks and Firms and Corporate Risk-Taking

LIU Erzhuo^[a] LIANG Bolin^[b] HE Qing^[b, c]

a. School of Public Finance and Taxation, Capital University of Economics and Business, Beijing 100070, China

b. School of Finance, Renmin University of China, Beijing 100872, China

c. National Academy of Development and Strategy, Renmin University of China, Beijing 100872, China

Abstract: Based on major loan and ownership data from publicly listed companies, this paper empirically examines the relationship between common state ownership by banks and firms and corporate risk-taking, while further investigating the moderating role of bank monitoring. Our findings reveal that common state ownership significantly suppresses corporate risk-taking. Bank monitoring—measured through loan intensity—and the constraining effects embodied in collateral requirements and short-term loan contracts significantly weaken this inhibitory relationship. Robustness checks using alternative risk-taking measures consistently confirm a significant negative correlation. Addressing endogeneity concerns through an instrumental variable approach (using railway distance between lending banks and company headquarters), we validate this causal link. Channel analyses indicate that the risk-taking suppression effect is more pronounced in firms without bank-affiliated directors, those with lower external financing dependence, and companies exhibiting poorer information transparency. Heterogeneity tests further demonstrate that centrally-controlled common state ownership exerts stronger inhibitory effects on risk-taking than locally-controlled ownership. This study enriches research on vertical common ownership between banks and firms, corporate risk-taking, and innovation behaviors, providing theoretical support for optimizing equity structures and credit relationships between banks and enterprises.

Keywords: Common State Ownership; Corporate Risk-Taking; Bank Supervision

JEL Codes: G21; G30; G32