

经济增长目标影响了企业风险承担吗？ ——基于市场和政府双重视角的考察

黄亮雄¹, 马明辉², 王贤彬³

(1. 华南理工大学 经济与金融学院, 广东 广州 510006; 2. 华南理工大学 机械与汽车工程学院, 广东 广州 510641; 3. 暨南大学 经济学院, 广东 广州 510632)

摘要:中国经济的增长在很大程度上受到中央和地方政府政治和财政激励的影响。地方政府每年都制定明确的经济增长目标以指导地方发展。虽然许多研究从宏观经济的角度研究了该目标的作用,但很少有研究具体考察增长目标在微观经济中的作用方式。文章从地方政府经济增长目标的角度,匹配2009—2015年233个地级以上城市经济增长目标数据和2381家沪深A股上市公司数据,考察了政府经济发展规划如何影响企业风险承担水平。研究发现,地方经济增长目标的提高显著增加了企业风险承担水平,且在更换了企业风险承担和经济增长目标衡量方法以及考虑内生性问题后,结论依然存在。在外部资源的调节效应方面,经济增长目标对能获得高政府补助、融资约束程度低以及能获得高贷款的企业的风险承担水平的提升作用更大。而异质性检验发现,地方经济增长目标对企业风险承担水平的刺激效应主要体现在具有一定规模、国有企业和具有政治关联的企业中;以及主要体现在发展水平较低和市场化程度较低的城市中。这些发现表明,地方经济增长目标对企业风险承担水平的正面影响主要还是地方政府主导资源分配的结果,而并非市场信号机制的结果。

关键词: 经济增长目标; 企业风险承担; 市场信号; 政府干预

中图分类号: F207 文献标识码: A 文章编号: 1001-9952(2021)01-0062-16

DOI: 10.16538/j.cnki.jfe.20200917.304

一、引言

企业风险承担(*Corporate risk-taking*)反映了企业追逐高额利润并愿意为之承担风险的倾向。从微观角度来说,承担一定的风险是企业决策时为了追求利润必然产生的结果,以风险承担来获利是企业经营的基本逻辑。因此,风险承担是提升企业价值、推动企业可持续发展的关键因素(Boubakri等,2013)。从宏观层面来看,经济增长的根本在于实体产业,因此较高的企业风险承担水平有助于加快整个社会的资本积累、促进技术进步,并将社会生产率维持在较高的水平(De Long和Summers,1991; John等,2008)。当前,我国经济正从高速增长转向高质量发展阶段,亟需以企业为关键主体提升经济发展内生动能。因此,研究企业风险承担水平问题具有重要的

收稿日期: 2020-04-22

基金项目: 国家自然科学基金面上项目(72073047, 71773038); 广东省哲学社会科学规划“制度理论研究”专项项目(GD20ZD17); 广东省软科学研究计划项目(2018B070714013)

作者简介: 黄亮雄(1985—),男,广东佛山人,华南理工大学经济与金融学院副教授;
马明辉(1998—),男,江苏泰州人,华南理工大学机械与汽车工程学院本科生;
王贤彬(1982—)(通讯作者),男,广东肇庆人,暨南大学经济学院副教授,博士生导师。

理论意义和现实价值。

现有文献大多从企业维度理解企业风险承担,例如,关注企业的所有权属性、管理层特征等(Anderson等,2003;John等,2008;Chintrakarn等,2015)。近年来越来越多的文献开始从企业外部环境因素角度来考察企业风险承担,特别是一些宏观经济层面的因素开始被重视。但是,这个视角刚刚兴起,尚未有较多文献能从宏观经济层面较好地探讨企业风险承担(Mclean和Zhao,2014;邱洋冬和陶锋,2020)。本文正是从宏观经济环境角度切入来理解企业风险承担,试图在宏观与微观之间搭起更加紧密的桥梁。要对中国的经济增长与企业发展有更为深入的理解,一个不能绕开的视角就是发展型政府下的经济增长驱动激励。在以经济建设为中心工作方针的指引下,各级政府均将经济发展置于工作任务列表的重中之重,想方设法地推动本地经济增长。中国建立了一套有效引导经济增长实现的管理体制机制,经济增长目标管理就是其中的重要举措(马亮,2013;周黎安等,2015)。党和政府在正式文件中对未来的经济增长做出规划,设定相应的经济增长目标。这些经济增长目标成为了相应时期各级政府经济政策制定和实施的重要指引,影响着众多资源的分配和利用。由于地方政府特别是领导官员处于激烈的职业晋升竞争环境中,职业晋升激励往往刺激他们制定较高的经济增长目标,然后利用各种政策和资源力争实现既定目标。实际上,各级政府制定经济增长目标,并将此对外公布,这自然而然地形成了一个信号。这个信号既是官方对未来经济增长形势的判断,也是政府关于未来经济增长应当达到速度的一个意志反映(余泳泽和杨晓章,2017;王贤彬和黄亮雄,2019)。从这个角度来看,经济增长目标是一种具有宏观意义的经济信号,其必然会对微观经济主体的决策与行为产生影响。企业作为最重要的微观经济主体,必然会因政府制定的经济增长目标而理性地进行自身决策与行动。

由于经济增长目标事关未来宏观经济走势及政策走向,因此其对企业关于未来的经营决策有更大的影响。正如前面所指出的那样,企业风险承担反映了企业追逐高额利润且愿意为其承担风险的倾向,这必然会受到企业对未来经济及政策预期的影响。经济增长目标的提高,一方面传递出未来本地经济增长向好的信息,另一方面传递出地方政府为了实现既定目标,可能实施的政策取向及力度会更加积极主动。第一个方面的影响反映了基于市场经济的信号机制,而第二个方面的影响反映了基于政府资源配置的资源分配机制。良好的经济发展环境或者更加充足的生产资源支撑意味着企业未来的预期利润增加,风险也往往可控,从而能够刺激企业提高风险承担程度。

基于上述理论逻辑,本文采用中国上市公司样本,并将其与地级市政府的年度经济增长目标数据相匹配,实证考察了经济增长目标对企业风险承担水平的影响效应。结果表明,地方经济增长目标的提高显著增加了企业风险承担水平。本文还通过调节效应模型发现,在获得高政府补助的企业,融资约束程度低以及能获得高贷款的企业中,该提升作用更大。分样本的异质性检验发现,该刺激效应主要体现在具有一定规模的企业中,主要是国有企业以及具有政企关系的企业,以及发展水平较低,城镇化率较低和对外开放程度较低的城市中。因此,在当前的政治经济体制之下,地方经济增长目标对企业风险承担水平的影响主要还是地方政府主导资源分配的结果,而并非市场信号机制的结果。

本文的创新和特色主要体现在以下几个方面:第一,已有研究大多从企业内部结构和外部市场因素角度考察企业风险承担水平的调整,而较少从经济体制因素对此进行深入考察。本文从中国发展型政府视角出发,从经济增长目标管理的角度切入,考察这一宏观经济政策因素的影响效应,拓展了企业风险承担领域的研究边界。第二,已有的关于经济增长目标研究文献主要集中于讨论其宏观经济效应,尽管近期开始关注微观效应,但对其如何影响企业的微观决策仍

有很大的研究空缺,本文在宏观和微观之间搭建起逻辑桥梁,有助于更好地理解中国政府经济增长目标管理的作用机制。第三,本文从经济增长目标角度切入考察企业风险承担问题,有助于更好地理解宏观经济管理政策的资源配置效应。合理的风险承担水平能够提高资源配置效率,促进经济发展。本文通过一系列异质性考察剖析了经济增长目标如何促进企业风险承担水平的合理化,能够为政府经济政策制定以及企业经营决策提供良好的政策启示。

本文余下部分的安排如下:第二部分为文献综述与理论假说,第三部分是实证策略与数据说明,第四部分是实证的基本发现,第五部分是机制分析,第六部分为异质性检验,第七部分为结论性评述。

二、文献综述与理论假说

追逐利润要承担一定的风险,高利润往往意味着高风险。风险承担捕捉了企业追逐高额利润且愿意为其承担风险的倾向。John等(2008)实证了风险承担与企业资产增长率、销售收入增长之间显著正相关。他们进一步指出,高风险承担的国家表现出高水平的全要素生产率。一般地,影响企业风险承担水平的因素主要分为内部因素和外部因素(Paligorova, 2010; Arif和Lee, 2014; Faccio等, 2016)。内部因素既包括规模、经营表现、行业类别和内部治理结构等,也包括企业管理层诸如年龄、性别和经历等个体差异(李文贵和余明桂, 2012; 张敏等, 2015; Habib和Hasan, 2017)。外部因素又主要包括宏观经济、政府政策和制度等以及环境的变化带来的不确定性等(Langenmayr和Lester, 2013; 张娆等, 2019; 邱洋冬和陶锋, 2020)。本文强调的地方政府经济增长目标则属于外部因素。

影响企业风险承担水平的外部因素方面,相关文献强调宏观经济环境与经济制度安排的重要性。Mclean和Zhao(2014)指出,当宏观经济处于繁荣增长周期时,外部资本容易获得,伴随着较高的增长预期,企业的投资处于较高水平;当处于经济衰退周期时,信贷政策收缩,企业面临严峻的融资约束,投资行为更加保守,对应较低的风险承担水平。La Porta(1998)研究发现,投资者保护和债权人权利保护制度的发展为投资行为提供了法律保障。良好的投资者保护可以缓解委托代理制的问题,影响企业投资行为,这意味着完善的投资者保护有助于促进企业风险承担(John等, 2008; Paligorova, 2010)。

在外部因素中,政府政策是其中重要因素,已有研究关注了财政政策和产业政策等。Mamuneas和Nadiri(1996)发现,财政政策可通过利益机制影响企业研发经费投入并降低研发活动风险。但同时,财政政策的“挤出效应”和税收增长导致的企业支付能力下降将会提高企业的风险承担水平。Langenmayr和Lester(2013)发现,政府可以通过弥补税费亏损和调整税率来影响企业风险承担。邱洋冬和陶锋(2020)研究发现,高新技术企业资质认定显著提升了企业的风险承担水平。张娆等(2019)指出,受产业政策支持的行业中的企业风险承担相对较高,且政策主要通过政府补贴和贷款支持两种机制对企业风险承担发挥作用。这些文献都较为一致地发现了财政政策和产业政策通过资源分配机制影响企业风险承担。

从外部层面探讨企业风险承担影响因素的文献来看,纵使不少已经强调政府政策及行为对风险承担的重要作用,但并没有完整地深入到政府影响企业风险承担的内在动力与机制,以及由此导致的对企业风险承担的影响。解释中国地方政府及官员的行为,最具代表性的理论视角是财政分权体制(Qian和Weingast, 1997)和官员晋升锦标赛理论(Li和Zhou, 2005; 周黎安, 2007)。这些文献强调了中国的政府组织体系出于激励各级政府及官员为经济增长而竞争,进而在推动企业发展和市场建设等方面做出了巨大的努力,从而成就了整个国家的经济快速发展。

实际上,中国政府不仅在干部治理与激励方面形成和具备了推动经济社会发展的组织基础,同时也在经济社会管理方面形成和具备了有力的管理工具。在这些管理方式与工具体系中,非常重要的一个维度就是目标管理。中国通过经济社会发展的目标管理引领和推动整个国家的经济社会发展。中国政府的经济社会发展目标管理意志集中体现在国民经济和社会发展规划纲要和政府年度工作报告中。在这些重量级的政府文件中,政府主动对经济社会发展进行规划设计,设定相应的发展目标。这些目标的核心是经济增长的目标,且经济增长目标的设定与管理呈现出持续性和系统性(徐现祥和梁剑雄,2014;徐现祥等,2018)。我国各级政府持续系统地制定经济增长目标,这些目标除了作为当年辖区经济建设的重要指引外,更是上级政府考核地方官员政绩的关键指标(王汉生和王一鸽,2009;周黎安等,2015)。在中国政治集权与经济分权相结合的治理模式下,上级政府掌握地方官员的政治前途,各级地方政府具有追求经济增长以实现上级党和政府所交代的任务和目标的强烈动机(Xu,2011;黎文靖和郑曼妮,2016)。

已有部分文献提出“晋升锦标赛”机制导致的地方官员短期的政治需求对企业行为产生了显著影响。晋升或更替是对官员一段时期以来政绩的综合评价,经济绩效是政绩集合中最为核心的维度(王汉生和王一鸽,2009;周黎安等,2015)。在定期考核机制的压力下,地方官员具有实施短期行为来追求经济增长的强烈动机(周黎安,2007;黄亮雄等,2012;刘瑞明和金田林,2015),以良好的业绩向上级传递正面的能力信号和忠诚态度。与官员晋升考核机制密切关联的政府经济管理机制是经济增长目标管理机制,中国各级政府均通过制定经济增长目标引导和管理本辖区经济增长。现有文献指出,经济增长目标确实能有效地促进经济增长(孙文凯和刘元春,2016;徐现祥和刘毓芸,2017)。目标之所以能促进经济增长,很大程度上是由于政府掌握财政资金、土地和地方国企等各种资源的配置权,有条件最大限度地利用各种手段和工具实现既定的经济增长目标。

余泳泽和杨晓章(2017)、王贤彬和黄亮雄(2019)等指出,各级政府制定并公布经济增长目标,形成了一个信号,这既是官方对未来经济增长形势的判断,也反映了政府关于未来经济增长应当达到速度的一个意志的反映。由此,作为一种具有宏观意义的经济信号,经济增长目标必然会对微观经济主体的决策与行为产生影响。企业作为最重要的微观经济主体,必然会因应政府制定的经济增长目标而理性地进行自身决策与行动。

正如上文所指出,企业风险承担反映了企业追逐高额利润且愿意为其承担风险的倾向,必然会受到企业对未来经济及政策预期的影响,而经济增长目标事关未来宏观经济走势及政策走向。经济增长目标的提高,一方面传递出未来本地经济增长向好的信息,另一方面传递出地方政府为了实现既定目标,可能实施的政策取向及力度会更加积极主动,在中国的经济管理体制之下,地方政府往往会为了实现既定目标而直接动用特定的政策和工具来参与经济活动,进而影响市场主体的生产经营活动。前者的影响反映了基于市场经济的信号机制,而后的影响反映了基于政府政策资源配置的干预机制。无论是哪一种机制发挥作用,企业都很可能会提高风险承担程度。

特别地,在地方经济增长目标设定提高时,地方政府会更加积极地设计和出台各种政策以推动经济增长,并配套各种资源和手段。这些政策和手段会给企业带来更加充足的资源,提升企业对经济增长潜力的预期。一方面,企业接收到地方经济增长目标的信息以及相应的经济政策的影响,会更加积极开展企业的经营活动进而追寻高利润同时高风险的投资。因为高利润高风险的投资往往是高产出,并带来高经济增长。刘淑琳等(2019)已经指出,地方经济增长目标能促进投资。这是一种市场信号机制。另一方面,地方政府和官员为了完成预设的经济增长目标,

会出台更强的经济政策以给予部分企业更多的资源与政策支持,甚至会直接干预经济运行和企业经营,这种经济发展方式可能会破坏市场力量,扭曲资源配置。这种扭曲往往是偏向国有、规模较大以及跟政府关系较好的企业。往往市场发展程度较低的地区更会出现这些扭曲,进而使这些地区的企业采用短期内促进经济增长的活动。这是一种政府主导的经济资源分配机制。

综上所述,我们提出本文有待检验的理论假说:地方经济增长目标的提高能显著增加企业的风险承担水平。

经济增长目标是政府管理和调控经济运行的重要方式,已经成为经济管理体制机制的重要组成部分。经济增长目标发挥着指挥棒的作用,其设定是否合理会影响众多要素资源的配置的合理程度。这一理论假说正是从企业风险承担的角度指出了在中国特定的制度背景下,经济增长目标管理具有怎样的市场信号机制效应和资源分配机制效应。

三、实证策略与数据说明

(一)实证策略。为检验地方经济增长目标对当地企业风险承担水平的影响,参考宋建波等(2017)、刘淑琳等(2019)及余泳泽和潘妍(2019)的研究,构建以下实证模型:

$$Risktaking_{ict} = \alpha + \beta target_{ct} + X'\psi + \gamma_i + \lambda_t + \varepsilon_{ict} \quad (1)$$

其中,下标*i*代表企业,*c*代表城市、*t*代表年份。 $Risktaking_{ict}$ 是*c*城市(注册地)*i*企业在*t*年的风险承担水平; $target_{ct}$ 为城市*c*在*t*年的经济增长目标; X 是控制变量; γ_i 和 λ_t 分别表示企业固定效应和年份固定效应; ε_{ict} 为随机扰动项。 β 是本文最关心的系数,当 β 显著大于0,表明经济增长目标的提高增加了企业风险承担水平;当 β 显著小于0,表明经济增长目标的提高反而减少了企业风险承担水平;当 β 等于0,表明经济增长目标与企业风险承担水平没有直接关系。因此,当本文的理论假说成立时, $\beta > 0$ 。

(二)数据说明。本文采用2009—2015年沪深A股上市公司匹配地级市以上城市数据作为研究样本,共计233个城市数据和2381家企业的12474条数据。^②根据研究需要,对企业样本进行了以下剔除:ST企业;金融保险业上市公司;公司层面变量存在缺失的样本;参考刘行等(2016)的做法,剔除了ROA水平超出(-4,4)区间的异常样本。为缓解异常值对实证准确性的影响,对所有连续型变量进行了上下1%的缩尾(winsorize)处理。在此基础上,根据企业的注册地与年份,匹配到相应的地级市以上城市。

被解释变量是企业风险承担水平($Risktaking$)。根据以往的文献,衡量企业风险承担水平的常用指标有:(1)盈利的波动性(John等,2008;Boubakri等,2011);(2)股票回报的波动性(Coles等,2006;张敏等,2015);(3)负债比率(Faccio等,2011;2014)。考虑到中国股票市场波动性较大,且更高的风险承担意味着企业现金流入的不确定性更高,本文采用企业盈利的波动性作为衡量风险承担的指标,即 $\sigma(ROA_i)$, ROA_i 为企业*i*在相应年度的息税前利润($EBIT$)除以年末总资产。计算波动性时,先对企业每一年ROA减去年度行业平均值得到 Adj_ROA ,以缓解行业和周期的影响(John等,2008;余明桂等,2013)。具体采用公式(2)的计算方法,以每三年(*t*年至*t+2*年)作为一个观测时段,分别滚动计算经行业调整后的 Adj_ROA 的标准差和极差,将结果乘

① 由于已经控制了企业固定效应,城市固定效应也会被企业固定效应所吸收。

② 在我们的数据中,在首先剔除公司层面变量存在数据缺失的样本后,我们得到初始样本总量13405。第一步,剔除了样本不足3年的数据(因为滚动计算需要至少3年数据);第二步,剔除金融行业样本共104个;第三步,剔除ST企业共589个样本,剩下2381家企业,共12474个样本。

以 100 得到 $risk1$ 和 $risk2$ 两个指标来分别衡量企业风险承担水平 (Faccio 等, 2011; 宋建波等, 2017), 并取对数。

$$Risk1_{it} = \sqrt{\frac{1}{T-1} \sum_{i=1}^T (Adj_ROA_{it} - \frac{1}{T} \sum_{i=1}^T Adj_ROA_{it})^2} | T = 3 \quad (2)$$

其中, $Adj_ROA_{it} = EBIT_{it}/ASSET_{it} - (1/X) \sum_{k=1}^X EBIT_{it}/ASSET_{it}$ 。

$$Risk2_{it} = \text{Max}(Adj_ROA_{it}) - \text{Min}(Adj_ROA_{it}) \quad (3)$$

无论是 Adj_ROA 的标准差指标 ($risk1$) 还是极差指标 ($risk2$), 指标越大企业的风险承担水平就越高, 企业承担风险的倾向就越大。

核心解释变量是城市经济增长目标 ($target$)。本文参考刘淑琳等 (2019) 和徐现祥等 (2018) 的方法, 经济增长目标变量采用每年年初地级市政府工作报告公布的经本级人大批准的经济增长目标, 数据主要通过以下途径手工收集: 一是各省及地级市的人民政府门户网站, 这是政府工作报告的主要来源。二是通过地级市年鉴获取, 地级市政府工作报告通常会在该地级市当年的统计年鉴上以“特载”形式出版。对收集得到的经济增长目标数据, 本文进一步作如下整理: 明确报告的增长目标, 直接使用; 带有“约”“左右”“高于”“不低于”等修饰词的目标表述, 以具体数字为准; 区间目标取均值。

控制变量包括企业和城市两个层面。在公司层面, 参考其他学者对企业风险承担影响因素的研究 (Arif 和 Lee, 2014; 张敏等, 2015), 选取的变量有: (1) 公司年龄 ($firmage$) 为观测年份减去企业成立的年份, 企业的经营年限越长, 风险承担水平越高, 预计其回归系数显著为正 (李文贵和余明桂, 2012; 余明桂等, 2013); (2) 企业规模 ($size$) 以期末总资产取对数衡量, 与大企业相比, 小企业具有更强的风险偏好, 我们预计其回归系数显著为负 (Low, 2009; 余明桂等, 2013); (3) 资产负债率 ($debt$) 为期末总负债与期末总资产的比值, 企业的风险承担水平越高, 其负债程度也越高, 因此, 预计其回归系数显著为正 (Armstrong 和 Vashishtha, 2012; Boubakri 等, 2013); (4) 企业盈利能力 (roe) 为期末净利润除以期末所有者权益 ($equity$); (5) 股权集中度 ($top1$) 为第一大股东持股比例; (6) 资本性支出水平 (cap) 为资本支出占期末总资产比值; (7) 企业成长性 ($growth$) 为企业销售收入增长率, 企业销售收入增长越快, 则盈利能力越强, 通过风险投资获取收益的动机越弱, 预计估计系数显著为负 (Armstrong 和 Vashishtha, 2012; Boubakri 等, 2013)。

在城市层面, 选取的变量有: (1) 人均实际 GDP (对数形式, $lpgdp$), 用以度量地方经济发展水平; (2) 第二产业占 GDP 比重 ($secgdp$), 用以度量产业结构; (3) 城镇化率 ($cityratio$), 当年该城市市辖区人口占总人口比重。^①

企业层面数据来源于国泰安的上市企业数据库, 城市层面数据来源《中国城市统计年鉴》。表 1 报告了所有主要变量的描述性统计。

表 1 主要变量的描述性统计

符号	变量	样本量	均值	标准差	最小值	最大值
$risk1$	风险承担指数(公式(2))	12 474	3.2280	4.7739	0.1955	42.5278
$risk2$	风险承担指数 2(公式(3))	12 474	6.1053	8.9004	0.3691	78.9599
$target$	城市经济增长目标	12 314	10.2762	2.3261	1.5000	26.0000
$firmage$	企业年龄	12 474	14.5922	5.1844	2.0000	26.0000

^① 以市辖区人口除以全市人口表征城市层面的城镇化率是一种可供选择的替代指标, 也得到了不少论文的采用 (王雨飞和倪鹏飞, 2016; 刘金凤和赵勇, 2018)。

续表 1 主要变量的描述性统计

符号	变量	样本量	均值	标准差	最小值	最大值
<i>size</i>	企业规模	12 474	21.9116	1.2598	19.0161	25.3837
<i>debt</i>	企业资产负债率	12 474	0.4487	0.2252	0.0511	1.2008
<i>roe</i>	企业盈利能力	12 474	0.0651	0.1328	-0.8822	0.4523
<i>top1</i>	股权集中度	12 474	0.3574	0.1535	0.0909	0.7578
<i>cap</i>	资本性支出水平	12 474	0.0555	0.0522	0.0001	0.2632
<i>growth</i>	企业成长性	12 474	0.1936	0.5214	-0.6535	3.7009
<i>lpgdp</i>	人均实际 GDP	12 472	10.8648	0.4503	9.2408	11.5759
<i>secgdp</i>	第二产业比重	12 474	0.4554	0.1071	0.1867	0.8975
<i>cityratio</i>	城镇化率	12 463	0.6146	0.3030	0.0437	1.0000

四、实证结果

(一)基本结果。表 2 报告了基于实证方程(1)的基本回归结果。^①表 2 中采用的是 2009—2015 年中国上市企业匹配中国地级市以上城市数据,被解释变量为风险承担指数的对数值;核心解释变量是城市经济增长目标(取对数)。第(1)–(3)列中,城市经济增长目标(*target*)的回归系数均显著为正,即城市经济增长目标提高,上市企业的风险承担水平随之提高。这与理论假说的预期一致。

具体而言,表 2 第(1)列只控制了企业和年份固定效应,没有添加控制变量,地方经济增长目标的回归系数为 0.2194,通过了 1% 统计水平的显著性检验。第(2)列添加了企业层面控制变量,经济增长目标的回归系数为 0.2292,通过了 1% 统计水平的显著性检验。第(3)列继续加入城市层面控制变量,经济增长目标的回归系数依然在 1% 的水平上显著为正。从数值上看,第(3)列指出,地方经济增长目标提高 1%,企业的风险承担水平增加 0.237%。三列结果均显示,地方经济增长目标设定的提高,显著推升了企业的风险承担水平。由此,地方经济增长目标设定的提高,显著增加了企业为追逐高额利润而愿意承担风险的倾向。^②

(二)稳健性检验。表 2 的基本回归验证了地方经济增长目标的提高会推升上市企业的风险承担水平。这里进行稳健性检验,具体包括:更换被解释变量,采用其他衡量企业风险承担水平的指标;更换核心解释变量,采用其他变量替代经济增长目标以及考虑内生性问题。^③

1. 更换被解释变量。根据公式(3),选择 *Adj_ROA* 的极差(*risk2*)作为衡量企业风险承担水平的指标,回归结果由表 3 的第(1)–(2)列呈现。另外,根据 Faccio 等(2011)的研究,将负债率(*debt*)作为度量企业风险承担的又一个指标,结果如表 3 的第(3)–(4)列。

表 2 基准回归结果

	(1)	(2)	(3)
<i>target</i>	0.2194*** (0.0835)	0.2292*** (0.0807)	0.2367*** (0.0823)
<i>cons</i>	0.1471 (0.1930)	5.7218*** (0.7899)	6.1948*** (0.9418)
企业控制变量	不控制	控制	控制
城市控制变量	不控制	不控制	控制
企业固定效应	控制	控制	控制
年份固定效应	控制	控制	控制
<i>N</i>	12 193	12 193	12 180
<i>R</i> ²	0.5418	0.5578	0.5583

注:(1)括号内是稳健标准误;(2)***、**、*分别表示通过显著水平为 1%、5% 和 10% 的统计检验;(3)*N* 为样本量,*R*² 为拟合优度。下表统同。

① 限于篇幅所限,回归表格没有报告控制变量的结果,详情请参看工作论文。

② 我们还采用聚类标准误(聚类到城市层面),实证结果并没有发生实质性的改变。

③ 我们还做了调整固定效应方式、考虑样本缺失的问题、剔除京沪深三大城市样本以及考虑政府换届问题的稳健性检验,详情请参看工作论文。

表 3 稳健性检验 I: 更换被解释变量

	(1)	(2)	(3)	(4)
	风险承担水平指数 2		资产负债率	
<i>target</i>	0.2211*** (0.0833)	0.2380*** (0.0821)	0.0445*** (0.0121)	0.0414*** (0.0122)
<i>cons</i>	0.7861*** (0.1924)	6.7738*** (0.9414)	0.3463*** (0.0280)	-0.4658** (0.1847)
其他控制变量	不控制	控制	不控制	控制
企业固定效应	控制	控制	控制	控制
年份固定效应	控制	控制	控制	控制
<i>N</i>	12 193	12 180	12 193	12 180
<i>R</i> ²	0.5426	0.5587	0.8470	0.8549

第(1)–(2)列的被解释变量是 *Adj_ROA* 的极差 (*risk2*), 无论是否添加控制变量, 经济增长目标的回归系数均至少在 1% 的水平上显著为正。第(3)–(4)列的被解释变量为负债率 (*debt*), 也无论添加控制变量与否, 经济增长目标的回归系数也均在 1% 的水平上显著为正。那么, 无论采用 *Adj_ROA* 的极差, 还是负债率度量风险承担, 即更换被解释变量后, 地方经济增长目标的提高会增加企业的风险承担水平的结论依然成立。

2. 更换解释变量。改变核心解释变量, 我们采用刘淑琳等(2019)的方法, 以“当年的经济增长目标/上年的实际经济增长速度”衡量经济增长压力, 结果由表 4 呈现。无论是否添加控制变量, 经济增长目标的回归系数仍然为正, 且均至少通过 10% 的显著性水平检验。也就是说, 更换核心解释变量后, 经济增长目标设定提高推升了企业风险承担水平的结论依然成立。

3. 考虑内生性问题。经济增长目标的制定往往先于企业的风险承担行为。一般的逻辑是, 地方政府为了实现既定的增长目标, 刺激并影响企业的决策与行为。但是, 也不能完全排除这样的可能, 即经济增长目标的制定是基于对潜在企业风险承担行为及潜力的评估。一旦存在这种情况, 本文的基本回归就会面临内生性问题。

表 5 参考余泳泽等(2019)和刘淑琳等(2019)的研究, 以省级经济增长目标作为城市经济增长目标的工具变量。其思路是, 在中国官员晋升锦标赛体制下, 下级政府倾向于在上级政府提出的经济增长目标的基础上, 制定一个比其上级政府更高的经济增长目标(周黎安等, 2015; Li 等, 2019), 而上级政府的目标受到下级政府城市建设预期的影响则相对较小。在第(2)列第一阶段回归中, 工具变量省级经济增长目标的系数在 1% 水平上显著为正, 工具变量的相关性得到满足。

表 4 稳健性检验 II: 更换解释变量

	(1)	(2)
<i>target/1.ggdg</i>	0.0078* (0.0044)	0.0094** (0.0046)
<i>cons</i>	0.6266*** (0.0084)	6.5603*** (1.0669)
其他控制变量	不控制	控制
企业固定效应	控制	控制
年份固定效应	控制	控制
<i>N</i>	9 676	9 669
<i>R</i> ²	0.5882	0.6008

表 5 稳健性检验 VII: 工具变量回归

	(1)	(2)
	工具变量: 省级经济增长目标	
	企业风险承担水平 第二阶段	地级市经济增长目标 第一阶段
地级市经济增长目标 (对数形式)	0.3510** (0.1401)	
IV: 省级经济增长目标 (对数形式)		0.7896*** (0.0158)
其他控制变量	控制	控制
企业固定效应	控制	控制
年份固定效应	控制	控制
<i>N</i>	12 019	12 019
<i>R</i> ²	0.9095	0.0353

第(1)列第二阶段的回归中,城市经济增长目标的系数在5%的统计水平上显著为正,经济增长目标设定的提高会增加企业的风险承担水平的结论依然存在。

五、外部资源的调节效应

前文的分析表明,城市地方经济增长目标的提高会显著提高当地上市公司的风险承担水平。在理论假说中,本文指出经济增长目标影响企业风险承担主要有两种逻辑机制:一种是通过信息渠道以市场走势信息的方式影响企业行为决策;另一种是通过政府直接或者间接干预方式影响企业行为决策。本部分引入政府补助和融资约束变量(唐丹丹和阮伟华,2019;洪俊杰和张宸妍,2020)进行外部资源的调节效应检验,以判定哪种机制起主导作用。

从逻辑上说,在不同机制的主导之下,经济增长目标影响企业风险承担的特征和模式应当具有差异性。在市场环境下的宏观经济发展趋势信号驱动之下,应当是非国有企业等与政府关系并不密切的企业主体会对经济增长目标做出更加大的反应,从而提高其风险承担程度。在此前提下,又应当是规模较大的、实力较强的企业会更显著地提高其风险承担程度,且这种效应应当是在市场化程度较高的地区更为突出。在政府政策乃至政企关系主导的非市场机制之下,应当是与政府关系更为密切的企业主体会对经济增长目标做出更大的反应,从而提高其风险承担程度。这种效应应当是在市场化程度相对较低的地区更为突出。在所有企业中,那些实力较强、规模较大和资源较多的企业会更加主动地抓住政府实现经济增长目标的政策环境,提高风险承担程度。

首先是政府补助的调节效应。本文用企业当年所获得的政府补助金额与营业收入之比来表示政府补助率(*subsidy*),并将其与经济增长目标的交乘项添加到回归方程中。表6指出,两列的经济增长目标系数依然至少在1%统计水平上显著为正。同时,经济增长目标和政府补助率的交乘项(*target×subsidy*)系数也均在1%的统计水平上显著为正。这表明,经济增长目标对获得高补贴企业的风险承受水平的提升作用更大。

其次是降低融资约束的调节效应。Hadlock和Pierce(2010)依据企业财务报告划分企业融资约束类型,然后仅使用企业规模和企业年龄两个随时间变化不大且具有很强

表6 外部资源的调节效应 I: 政府补助

	(1)	(2)
<i>target</i>	0.2180*** (0.0836)	0.2336*** (0.0824)
<i>target×subsidy</i>	0.5311*** (0.1639)	0.4813*** (0.1740)
<i>subsidy</i>	-1.1574*** (0.3559)	-1.0335** (0.4015)
<i>cons</i>	0.1465 (0.1931)	5.9964*** (0.9388)
其他控制变量	不控制	控制
企业固定效应	控制	控制
年份固定效应	控制	控制
<i>N</i>	12 176	12 163
<i>R</i> ²	0.5409	0.5566

外生性的变量构建了SA指数: $-0.737 \times size + 0.043 \times size^2 - 0.04 \times Age$ 。在我们的计算中,SA指数计算结果恒为负数,且其绝对值越大表明受到的融资约束程度越宽松。这里用SA指数绝对值(*ASA*)与经济增长目标的交乘项加入到回归方程中。第(1)、(2)列无论是否添加控制变量,交乘项回归系数均在5%的统计水平上显著为正。考虑到SA指数仍是由企业内部财务数据计算所得,本文另外考虑用地级市当年年末的金融机构人民币各项贷款余额与地区生产总值之比作为衡量地区贷款的宽松程度,将其取对数再与经济增长目标的交乘项作为解释变量,表7的第(3)、(4)列回归中,经济增长目标与贷款比率交乘项(*target×lnloans*)系数均为正,至少通过10%水平的显著性检验。表7的结果一致表明,经济增长目标对企业风险承受水平的提升效应在融资约束较少的企业中更大。

表 7 外部资源的调节效应 II: 融资约束

	(1)	(2)	(3)	(4)
<i>target</i>	-0.4412(0.3285)	-0.4880(0.3301)	0.0295(0.1264)	0.0373(0.1271)
<i>target</i> × <i>ASA</i>	0.1029 ^{**} (0.0489)	0.1116 ^{**} (0.0493)		
<i>ASA</i>	1.8998 ^{***} (0.3093)	1.8732 ^{***} (0.3133)		
<i>target</i> × <i>Inloans</i>			0.0112 [*] (0.0058)	0.0113 ^{**} (0.0058)
<i>Inloans</i>			-0.0238 [*] (0.0133)	-0.0239 [*] (0.0132)
<i>cons</i>	28.9732 ^{***} (3.2250)	29.6484 ^{***} (3.3190)	6.3234 ^{***} (0.8280)	6.8309 ^{***} (0.9744)
其他控制变量	不控制	控制	不控制	控制
企业固定效应	控制	控制	控制	控制
年份固定效应	控制	控制	控制	控制
<i>N</i>	12 193	12 180	12 161	12 148
<i>R</i> ²	0.5584	0.5588	0.5583	0.5587

表 6 和表 7 的结果一致表明, 获得高政府补助的企业, 融资约束程度低以及能获得高贷款的企业, 经济增长目标对其风险承受水平的提升作用更大, 而这些企业往往是经济实力较强, 且与政府关系较为密切的企业。这意味着, 尽管在识别样本时, 我们并没有获得经济增长目标直接影响企业获取外部资源的直接证据, 但文章的结果显示出政府政策资源配置的干预机制有着更强的作用。

六、异质性检验

至此, 本文的发现与理论假说预期一致, 在 2009—2015 年间, 地级市政府制定的经济增长目标提高显著增加了上市企业的风险承担水平。而该效应在实力较强、与政府关系较为密切和得到政府资助的企业中更大。接下来, 本部分将进行异质性分析, 以展现经济增长目标导致企业风险承担水平提高的效应在不同条件下的差异, 旨在进一步揭示本文基本发现的内在逻辑。

(一) 企业异质性。

1. 企业规模。表 8 展现了企业规模的异质性。第(1)、(2)列分别为总资产大于中位数和小于中位数样本的回归结果。第(1)列中, 规模较大的上市企业样本的经济增长目标系数在 1% 的水平上显著为正, 但在第(2)列中, 规模较小的企业样本的经济增长目标系数不显著。也就是说地方经济增长目标设定提高引致上市企业风险承担水平增大的效应主要是在规模较大的企业中才成立。

2. 企业实际控制人。表 9 按企业实际控制人进行分样本回归。实际控制人性质判断依据是由国泰安《中国上市公司股东研究数据库》股权控制链计算所得。第(1)列报告了实际控制人性质为地方机构和行政机关(例如地方国有资产监督管理局、人民政府等)、事业单位(大学、研究院等), 即地方国企的回归结果。经济增长目标的系数在 1% 的水平上显著为正。第(2)列报告了实际控制人性质为中央(国务院国有资产监督管理委员会), 即中央国企的回归结果。其经济增长目标系数也在 5% 水平上显著为正。第(3)列报告了实际控制人为境外企业或境外法人, 即外资企业的回归结果。第(4)列报告了民营企

表 8 企业异质性: 企业规模

	(1) 总资产>中位数	(2) 总资产≤中位数
<i>target</i>	0.3486 ^{***} (0.1174)	0.1243 (0.1248)
<i>cons</i>	4.5807 ^{***} (1.6069)	4.1801 ^{**} (1.7699)
<i>N</i>	5 945	5 881
<i>R</i> ²	0.5432	0.6183

注: 表 8—表 11 各模型均控制了其他控制变量、企业固定效应和年份固定效应。

业。两列的经济增长目标系数均不显著。也就是说地方经济增长目标提高企业风险承担水平主要体现在地方国企和中央国企中。

表 9 企业异质性: 企业实际控制人

	(1) 地方国企	(2) 中央国企	(3) 外资企业	(4) 民营企业
<i>target</i>	0.4859*** (0.1497)	0.4432** (0.2231)	-0.5630 (0.4272)	0.1203 (0.1134)
<i>cons</i>	4.8860** (1.9081)	8.6479*** (2.4841)	14.6011** (6.7763)	4.0661*** (1.3099)
<i>N</i>	3 498	1 827	418	6 762
<i>R</i> ²	0.5475	0.6141	0.5987	0.5698

3. 企业政治关联。根据现有文献的研究, 本文借鉴于蔚等(2012)的做法, 将政治关联定义为企业核心高管(董事长或 CEO)曾任或现任党政官员(包括人大和政协常设机构任职经历)、人大代表或政协委员。^①表 10 区分是否有政治关联的企业分样本回归。第(1)、(2)列报告了董事长政治关联与否的回归结果。在董事长有政治关联的企业, 经济增长目标的系数在 1% 水平上显著为正, 但在董事长没有政治关联的企业中, 经济增长目标的系数不显著。第(3)、(4)列报告了董事长或 CEO 是否至少一人有政治关联的回归结果。第(3)列是董事长或 CEO 至少一人有政治关联的样本, 经济增长目标的系数在 1% 水平上显著为正, 第(4)列是董事长和 CEO 均没有政治关联的样本, 经济增长目标的系数不显著。也就是说地方经济增长目标提高企业风险承担水平的效应主要体现在有政治关联的企业中。

表 10 企业异质性: 政治关联

	(1) 董事长有	(2) 董事长没有	(3) 董事长或 CEO 有	(4) 董事长和 CEO 均没有
<i>target</i>	0.6250*** (0.1567)	0.0999 (0.1048)	0.5189*** (0.1488)	0.0423 (0.1092)
<i>cons</i>	4.6889** (2.0559)	6.2860*** (1.1795)	4.4082** (1.9021)	6.5405*** (1.2178)
<i>N</i>	3 805	7 964	4 145	7 470
<i>R</i> ²	0.5279	0.5944	0.5375	0.5959

综上, 从企业层面的异质性看, 经济增长目标主要是提升了规模较大、与政府关系较为紧密的企业的风险承担水平。这反映出, 经济增长目标之所以能够改变企业的风险承担决策及行为, 主要是因为地方政府往往出于巨大的政绩压力, 倾向于制定较高的经济增长目标, 而为了实现既定目标不得不动用各种政策工具与资源, 甚至直接干预企业经营决策, 而规模较大的企业以及国有企业往往是政府干预的重点, 且如果政府倾向于通过非市场手段实现目标, 那么也是那些与政府关系较为密切的企业会对政府的增长目标做出更为显著的反应。该结果与外部资源的调节效应分析是一致的, 能得到较多政府补贴, 融资约束较少, 能获得较多贷款的企业, 往往就是规模较大, 与政府关系较为密切的企业。从这点分析, 经济增长目标影响企业风险承担更多的是通过政府直接或者间接干预的方式而影响企业的行为决策。

① 选择董事长或 CEO 作为政治关联判定主体是因为, 与非核心高管相比, 此二者对企业经营负有更多权利和责任, 其行为会对企业的投融资等活动产生重大影响。结合本文的研究内容, 可以合理推断核心高管的政治关联能够对企业投资决策中的风险选择行为产生显著的影响。进一步地, 本文将核心高管的政治关系定位为曾任或现任党政官员(包括人大和政协常设机构任职经历)、人大代表或政协委员, 主要是因为这三类政治关系在我国比较普遍且具有代表性。

(二)区域异质性。

1. 城市发展程度。人均实际 GDP 作为衡量地区经济发展水平的一项指标,按中位数划分,^①表 11 第(1)、(2)列分别显示了人均实际 GDP 水平大于和小于城市中位数的回归结果。在人均实际 GDP 大于中位数的样本,经济增长目标的系数不显著;在人均实际 GDP 小于等于中位数的样本,经济增长目标的系数在 5% 水平上显著为正。因此,地方经济增长目标提高企业风险承担水平的效应在欠发达城市中才成立。

2. 市场化程度。以樊纲指数(市场化)度量市场化程度,表 11 第(3)列是市场化指数大于中位数样本,即高市场化样本,经济增长目标的系数不显著;第(4)列是市场指数小于等于中位数样本,即低市场化样本,经济增长目标的系数在 5% 水平上显著为正。地方经济增长目标提高企业风险承担水平的效应在市场化程度较低的样本中成立。

表 11 区域异质性

	(1) 人均实际 GDP>中位数	(2) 人均实际 GDP≤中位数	(3) 市场化指数>中位数	(4) 市场化指数≤中位数
<i>target</i>	0.0980(0.1403)	0.2759**(0.1091)	0.1093(0.1521)	0.2079**(0.1036)
<i>cons</i>	9.4245*** (2.1140)	-0.1785(1.9466)	6.3831*** (2.2069)	1.2596(1.5557)
<i>N</i>	6 014	5 940	6 075	5 966
<i>R</i> ²	0.5806	0.5910	0.5767	0.5802

综上,基于地区异质性分析,本文发现经济增长目标推高企业风险承担水平的现象主要出现在经济发展水平相对较低,市场化程度较低的城市和地区。这一发现与企业异质性分析的发现是内在一致的。二者均表明,经济增长目标对企业风险承担的影响并不是完全市场化情形下企业对宏观经济信息的反应,而是在一种市场发育程度尚未成熟、政府具有较大干预空间的大环境下,企业对政府信息的一种反应。这种关系显示出,在政府宏观经济政策目标更高的情况下,那些规模较大和与政府关系较为密切的企业能够有更多的扩张资源的机会,并且在未来仍然能够保持这种状态,因此更会提高风险承担程度。

七、结论性评述

经济增长目标是各级政府制定的重要经济目标,具有重要的微观主体影响效应。本文从信号机制和资源机制的角度考察了经济增长目标如何影响企业风险承担水平。本文采用 2009—2015 年 233 个地级以上城市和 2 381 家沪深 A 股上市企业数据,具体考察了地方经济增长目标对企业风险承担水平的作用后发现,经济增长目标对当地上市企业的风险承担水平产生了显著的推动作用,这一结论在变换度量变量、回归样本、调整固定效应方法和考虑内生性后依然成立。本文还发现获得高政府补助,融资约束程度低以及能获得高贷款的企业,经济增长目标对其风险承受水平的提升作用更大。同时,地方经济增长目标对企业风险承担水平的刺激效应主要体现在具有一定规模、国有企业以及具有政治关联的企业中,以及主要体现在发展水平较低,市场化程度较低的城市中。这些发现一致表明,地方经济增长目标对企业风险承担水平具有正面影响,主要还是地方政府主导资源分配的结果,并非市场信号机制的结果。由此,我们需进一步优化地方经济增长目标的设定与管理,增强对企业高质量发展的推动效应。

^① 由于上市企业大部分聚集在东部城市。这里的样本划分如此处理:按企业对应的人均实际 GDP 排序,平分企业样本,前半即人均实际 GDP 大于中位数为发达城市样本;后半即人均实际 GDP 小于等于中位数为欠发达城市样本。下文的市场化指数也是如此处理。

第一,推动政府工作重心转移,构建强调高质量发展的目标管理体制。改革开放以来,党和国家的工作重心转移到经济建设上,GDP增长成为政府和官员考核的核心指标,但过分强调GDP增长的指标体系往往会迫使地方官员为了晋升而扭曲资源配置,忽视了经济发展质量。在新时代新征程中,我们有必要推动政府工作重心由原来的追逐经济增长速度转向创新、协调、绿色、开放、共享等新发展转变,进而“推动经济发展质量变革、效率变革、动力变革,提高全要素生产率”,实现高质量发展,满足人民日益增长的美好生活需要。

第二,政府目标体系要因地制宜。长期以来,地方政绩考核机制唯GDP至上,而不充分、不平衡发展的区域差异仍然是当前中国发展的典型特征,由此,目标考核趋向多元化后也应该承认这种区域差异。本文的分析较好地明证了,同样是经济增长目标,但推高企业风险承担水平的现象却主要出现在经济发展水平相对较低的城市和地区。在全国一盘棋的格局下,不同区域有发展的侧重点,从而目标体系也应有不同的侧重点,以尽量消除欠发达地区政府过度的干预和资源配置过度扭曲的现象。

第三,要坚持在“有为政府”中秉持“竞争中性”的原则。在我国的政治经济体制下,“有为政府”是推动发展的重要保证。在这种背景下,更应重视“竞争中性”原则所强调的国有企业和民营企业的平等市场竞争地位,通过公平的市场竞争机制消除资源配置的扭曲状态,进而增强所有市场参与者的竞争力。努力打造公平便捷的营商环境,进一步激发中小企业活力和发展动力。

主要参考文献:

- [1]洪俊杰,张宸妍. 融资约束、金融财税政策和中国企业对外直接投资[J]. 国际经贸探索, 2020, (1): 53-70.
- [2]黄亮雄,王鹤,宋凌云. 我国的产业结构调整是绿色的吗?[J]. 南开经济研究, 2012, (3): 110-127.
- [3]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.
- [4]黎文靖,郑曼妮. 实质性创新还是策略性创新?——宏观产业政策对微观企业创新的影响[J]. 经济研究, 2016, (4): 60-73.
- [5]刘行,建蕾,梁娟. 房价波动、抵押资产价值与企业风险承担[J]. 金融研究, 2016, (3): 107-123.
- [6]刘金凤,赵勇. 高铁对中国城镇化均衡发展的影响——基于中西部地区 163 个地级市面板数据的分析[J]. 城市问题, 2018, (5): 15-25.
- [7]刘瑞明,金田林. 政绩考核、交流效应与经济发展——兼论地方政府行为短期化[J]. 当代经济科学, 2015, (3): 9-18.
- [8]刘淑琳,王贤彬,黄亮雄. 经济增长目标驱动投资吗?——基于 2001-2016 年地级市样本的理论分析与实证检验[J]. 金融研究, 2019, (8): 1-19.
- [9]马亮. 官员晋升激励与政府绩效目标设置——中国省级面板数据的实证研究[J]. 公共管理学报, 2013, (2): 28-40.
- [10]邱洋冬,陶锋. 选择性产业政策提升了企业风险承担水平吗?——基于高新技术企业资质认定的证据[J]. 经济科学, 2020, (1): 46-58.
- [11]宋建波,文雯,王德宏. 海归高管能促进企业风险承担吗——来自中国 A 股上市公司的经验证据[J]. 财贸经济, 2017, (12): 111-126.
- [12]孙文凯,刘元春. 政府制定经济目标的影响——来自中国的证据[J]. 经济理论与经济管理, 2016, (3): 5-13.
- [13]唐丹丹,阮伟华. 政府补贴提高了企业出口产品质量吗——基于地区制度条件下的分析[J]. 国际经贸探索, 2019, (6): 49-66.
- [14]王汉生,王一鸽. 目标管理责任制: 农村基层政权的实践逻辑[J]. 社会学研究, 2009, (2): 61-92.
- [15]王贤彬,黄亮雄. 地方经济增长目标管理——一个三元框架的理论构建与实证检验[J]. 经济理论与经济管理, 2019, (9): 30-44.
- [16]王雨飞,倪鹏飞. 高速铁路影响下的经济增长溢出与区域空间优化[J]. 中国工业经济, 2016, (2): 21-36.

- [17]徐现祥,李书娟,王贤彬,等.中国经济增长目标的选择:以高质量发展终结“崩溃论”[J].世界经济,2018,(10): 3-25.
- [18]徐现祥,梁剑雄.经济增长目标的策略性调整[J].经济研究,2014,(1): 27-40.
- [19]徐现祥,刘毓芸.经济增长目标管理[J].经济研究,2017,(7): 18-33.
- [20]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.
- [21]于蔚,汪淼军,金祥荣.政治关联和融资约束:信息效应与资源效应[J].经济研究,2012,(9): 125-139.
- [22]余泳泽,潘妍.中国经济高速增长与服务业结构升级滞后并存之谜——基于地方经济增长目标约束视角的解释[J].经济研究,2019,(3): 150-165.
- [23]余泳泽,杨晓章.官员任期、官员特征与经济增长目标制定——来自230个地级市的经验证据[J].经济学动态,2017,(2): 51-65.
- [24]张敏,童丽静,许浩然.社会网络与企业风险承担——基于我国上市公司的经验证据[J].管理世界,2015,(11): 161-175.
- [25]张娆,路继业,姬东骅.产业政策能否促进企业风险承担?[J].会计研究,2019,(7): 3-11.
- [26]周黎安.中国地方官员的晋升锦标赛模式研究[J].经济研究,2007,(7): 36-50.
- [27]周黎安,刘冲,厉行,等.“层层加码”与官员激励[J].世界经济文汇,2015,(1): 1-15.
- [28]Anderson R C, Mansi S A, Reeb D M. Founding family ownership and the agency cost of debt[J]. *Journal of Financial Economics*, 2003, 68(2): 263-285.
- [29]Arif S, Lee C M C. Aggregate investment and investor sentiment[J]. *The Review of Financial Studies*, 2014, 27(11): 3241-3279.
- [30]Armstrong C S, Vashishtha R. Executive stock options, differential risk-taking incentives, and firm value[J]. *Journal of Financial Economics*, 2012, 104(1): 70-88.
- [31]Boubakri N, Cosset J C, Saffar W. The role of state and foreign owners in corporate risk-taking: Evidence from privatization[J]. *Journal of Financial Economics*, 2013, 108(3): 641-658.
- [32]Chintrakarn P, Jiraporn P, Tong S H. How do powerful CEOs view corporate risk-taking? Evidence from the CEO pay slice(CPS)[J]. *Applied Economics Letters*, 2015, 22(2): 104-109.
- [33]Coles J L, Daniel N D, Naveen L. Managerial incentives and risk-taking[J]. *Journal of Financial Economics*, 2006, 79(2): 431-468.
- [34]De Long J B, Summers L H. Equipment investment and economic growth[J]. *The Quarterly Journal of Economics*, 1991, 106(2): 445-502.
- [35]Faccio M, Marchica M T, Mura R. CEO gender, corporate risk-taking, and the efficiency of capital allocation[J]. *Journal of Corporate Finance*, 2016, 39: 193-209.
- [36]Faccio M, Marchica M T, Mura R. Large shareholder diversification and corporate risk-taking[J]. *The Review of Financial Studies*, 2011, 24(11): 3601-3641.
- [37]Habib A, Hasan M M. Firm life cycle, corporate risk taking and investor sentiment[J]. *Accounting & Finance*, 2017, 57(2): 465-497.
- [38]Hadlock C J, Pierce J R. New evidence on measuring financial constraints: Moving beyond the KZ index[J]. *The Review of Financial Studies*, 2010, 23(5): 1909-1940.
- [39]John K, Litov L, Yeung B. Corporate governance and risk-taking[J]. *The Journal of Finance*, 2008, 63(4): 1679-1728.
- [40]La Porta R, Lopez-de-Silanes F, Shleifer A, et al. Law and finance[J]. *Journal of Political Economy*, 1998, 106(6): 1113-1155.
- [41]Langenmayr D, Lester R. Taxation and corporate risk-taking[R]. Working Papers 1316, 2013.

- [42]Li H, Zhou L. Political turnover and economic performance: The incentive role of personnel control in China[J]. *Journal of Public Economics*, 2005, 89(9-10): 1743–1762.
- [43]Li X, Liu C, Weng X, et al. Target setting in tournaments: Theory and evidence from China[J]. *The Economic Journal*, 2019, 129(623): 2888–2915.
- [44]Low A. Managerial risk-taking behavior and equity-based compensation[J]. *Journal of Financial Economics*, 2009, 92(3): 470–490.
- [45]Mamuneas T P, Nadiri M I. Public R&D policies and cost behavior of the US manufacturing industries[J]. *Journal of Public Economics*, 1996, 63(1): 57–81.
- [46]Mclean R D, Zhao M X. The Business cycle, investor sentiment, and costly external finance[J]. *The Journal of Finance*, 2014, 69(3): 1377–1409.
- [47]Paligorova T. Corporate risk taking and ownership structure[R]. Staff Working Papers 10-3, 2010.
- [48]Qian Y Y, Weingast B R. Federalism as a commitment to reserving market incentives[J]. *Journal of Economic Perspectives*, 1997, 11(4): 83–92.
- [49]Xu C G. The fundamental institutions of China's reforms and development[J]. *Journal of Economic Literature*, 2011, 49(4): 1076–1151.

Does Economic Growth Target Affect Enterprise Risk-taking? Based on the Dual Perspectives of Market and Government

Huang Liangxiong¹, Ma Minghui², Wang Xianbin³

(1. School of Economics and Finance, South China University of Technology, Guangzhou 510006, China; 2. School of Mechanical and Automotive Engineering, South China University of Technology, Guangzhou 510641, China; 3. School of Economics, Jinan University, Guangzhou 510632, China)

Summary: Enterprise risk-taking is an index reflecting the tendency of enterprises to pursue high profits and the willingness to take risks. If enterprises want to develop and grow, they must choose some investment projects with high risk and high return. The performance of the real industry directly determines the economic growth. Therefore, a higher level of risk-taking can promote capital accumulation and promote the technological progress of the whole society. In China, economic growth is largely influenced by political and financial incentives from central and local governments. Local governments set clear economic growth targets every year to guide regional development. Although many studies have studied the role of growth target from the perspective of macro-economy, few studies have specifically examined the role of growth target in microeconomics. We put forward the following hypothesis: In order to achieve the goals set, local governments may introduce diversified support policies, and even intervene in the operation of enterprises. In other words, high goals will increase the risk level of local enterprises.

From the perspective of local governments' economic growth goals, this paper examines how economic development goals affect the level of enterprise risk-taking by matching the economic growth target data of 233 prefecture-level cities and 2381 Shanghai and Shenzhen A-share listed companies from 2009 to 2015. It is found that the improvement of local economic growth target significantly increases the level of enterprise

(下转第 93 页)

exogenous impact of industrial policies results in the damage of corporate value, and there are significant differences in different channels of influence. Capital investment by reducing the cost of equity financing by investor sentiment significantly improves corporate value, while the resource allocation that caters to market sentiment significantly damages corporate value.

This paper may have the following three aspects of innovation and contribution: First, it reveals the role of “exogenous factors” of industrial policies in the formation and evolution of investor sentiment, which helps to understand the impact of public policies on the stock market from the perspective of micro enterprises. Second, based on the limited rationality of investors, it studies the role of inefficient stock market in the process of industrial policies guiding enterprise resource allocation, which will help to understand the relationship among government, market and enterprise. Third, the research results have important policy and practical significance: In the process of using industrial policies to guide enterprise resource allocation, the government should not ignore the intermediate link of financial market’s response to industrial policies, and should pay attention to and effectively use the resource allocation function of “ineffective capital market”.

Key words: industrial policies; investor sentiment; resource allocation efficiency

(责任编辑 石头)

(上接第 76 页)

risk-taking. Specifically, for every 1% increase in economic growth target, the risk-taking of enterprises will increase by about 0.24%. After changing the measurement method of enterprise risk-taking and economic growth target and the fixed effect mode, and considering the lack of samples and endogenous problems, the conclusion still exists. In the moderating effect of external resources, this paper finds that enterprises with high government subsidies, enterprises with low degree of financing constraints and enterprises with high loans have a greater role in improving their risk tolerance level. The heterogeneity test also finds that the stimulating effect of local economic growth target on the level of enterprise risk-taking is mainly reflected in enterprises with relatively large scale, state-owned enterprises and enterprises with political connections, and mainly reflected in cities with low development level and low degree of marketization. These findings consistently show that the promotion of local economic growth goals on enterprise risk-taking level is mainly the result of resource allocation dominated by local governments, rather than the result of market signal mechanism.

The main contributions of this study are as follows: Firstly, most of the relevant researches investigate the level of enterprise risk-taking from the perspectives of internal structure and market factors, rarely from the economic perspective. From the perspectives of China’s developmental government and economic growth target management, this paper focuses on the impact of this macroeconomic policy on enterprise risk-taking, and broadens the existing research boundaries. Secondly, although a large amount of literature focuses on the macro effect of economic growth goals, there are few studies on the micro effect. It is helpful to understand the mechanism of economic growth target management system of Chinese government by establishing macro and micro theoretical connection. Our empirical analysis can provide enlightenment for the government to formulate economic growth target policies and help enterprises make reasonable management and investment decisions.

Key words: economic growth target; enterprise risk-taking; market signal; government intervention

(责任编辑 石头)