

董事会规模、多元化战略与企业风险承担¹

马 宁

（兰州大学 管理学院，甘肃 兰州 730000）

【摘 要】：不确定的外部竞争环境和公司战略定位对企业的风险承担水平具有重要影响。以 2005-2015 年沪深 A 股上市公司为研究对象，以董事会规模作为门槛变量，分析当董事会人数在不同区间下多元化战略的实施对企业风险承担产生的影响。研究表明：随着董事会人数的增加，多元化战略与企业风险承担呈现先增后减的变化趋势，且二者存在基于董事会规模的双重门槛效应。

【关键词】：多元化战略；董事会规模；风险承担

【中图分类号】：F275 **【文献标识码】**：A **【文章编号】**：1003-7217（2018）03-0073-07

一、问题提出

企业风险承担水平对国家经济可持续发展具有积极影响，高风险投资产生的高额回报会加快技术创新，积累社会资本，提高社会生产效率^[1]。企业不仅通过承担风险来获得利润，且较高的风险承担水平也会进一步提升企业价值，帮助企业快速成长^[2]。风险承担反映了管理者在投资收益不确定情况下做出的项目选择，较高的风险承担水平意味着更多的资本性支出^[3]、研发支出以及创新投入^[4]。在完美的市场环境中，企业应该选择净现值为正的项目去投资，从而实现企业价值增长和股东财富创造^[5]。但是，由于不确定的外部竞争环境和公司战略定位，管理层在进行投资决策时或者趋于保守，放弃一些高风险但 NPV 为正的投资项目，或者过于激进，承担了不必要的风险，这都不利于企业价值的最大化，降低了企业投资效率，加大经营者的管理难度。

已有研究表明，企业的风险承担水平受多种因素影响，包括宏观经济^[6, 7]、外部制度环境^[8, 9]、公司治理机制^[10]、企业特征^[11-13]，以及管理者个体特征等^[14]。上述成果都为企业风险选择的影响因素提供了丰富的研究证据，但鲜有文献从战略管理的角度分析企业的风险承担行为。战略是管理者凸显企业核心能力、实现资源优化的一系列约定和谋划，关系企业的生存和发展，不恰当的战略选择会导致企业竞争力减弱、经营困难，甚至整个企业濒临破产。

企业在规划战略时不仅会根据不断变化的内外部环境随时做出调整，不同的战略选择也会促使管理者在投资决策中产生不同的风险承担水平。尽管承担过度的风险可能导致企业陷入危机，但几乎所有企业都要承担风险才能达到成功^[15]。

在企业诸多的战略选择中，多元化战略是分散企业经营风险、实现资源优化配置的战略模式之一，是我国上市公司普遍存在的经营行为^[16]，也是战略管理领域的重要研究课题。多元化可以以信息共享和规模扩散的方式提高经营效率和公司绩效^[17]，但是，当企业缺乏有效的治理结构时，反而会增加多元化经营的协调成本^[18]，致使管理者为了追求私人利益最大化而出现投资不足或过度投资等现象^[19]，影响企业整体经营水平。多元化的实质在于将投资分布于不同的业务和行业，而企业对不同行业的

¹【收稿日期】：2017-11-23

【基金项目】：中央高校基本科研业务费专项资金项目（18LZUJBWZY084、15LZUJBWZY114）、兰州大学“一带一路”专项项目（2018LDBRYB016）。

【作者简介】：马宁（1986-），女，甘肃兰州人，兰州大学管理学院讲师，研究方向：公司财务与战略管理。

风险承受能力存在差异，可能造成企业整体上的风险承担水平不一致。

本文以我国沪深两市 2005-2015 年上市公司为研究对象，在董事会规模为门槛变量的前提下深入剖析多元化战略实施的强度对企业风险承担水平的影响，考察当董事会人数处于不同水平时，多元化战略与企业风险承担水平的非线性关系，旨在得出具有基础性和广泛价值的实践成果，以期为我国上市公司有效实施多元化战略提供有益参考，同时为上市公司通过优化董事会结构配置来提升企业风险承担水平提供借鉴。

二、理论分析与研究假设

（一）多元化战略与企业风险承担

根据资源基础理论，企业本质上是一个涵盖多种资源的集合体，多元化战略可以实现资源在不同行业之间的转移，帮助企业充分利用和优化资源配置，实现规模扩张并提高企业的经营管理效率。从内部资本市场理论来看，多元化企业与专业化企业最显著的区别在于多元化企业能够构建内部资本市场，而内部资本市场可以拓展企业的资本配置渠道，发挥与外部资本市场相同的功能^[20]，二者共同成为企业资本配置不可或缺的组成部分。

关于多元化战略与企业风险承担之间的关系，学术界存在两种观点：一种观点认为多元化战略能够促进企业内部资本市场效率提升，提高企业的风险承担水平与企业价值。Stein（1997）研究认为外部资本市场是专业化企业唯一的资本配置机制，而多元化企业的内部资本市场可以复制外部资本市场资源配置的功能，促使资源向 NPV 为正的经营项目转移^[21]。Stulz（1990）研究发现由于外部资本市场在获取企业内部信息时成本过高，所以企业在投资一些正净现值的项目时得不到充足的资金，而多元化经营的企业内部创造了很大的内部资本市场，能够有效缓解投资不足的问题，使得多元化企业较专业化企业而言能更多利用净现值为正的投资机会，从而提高了企业的风险承担水平和企业价值^[22]。Fluck & Lynch（1996）也提出专业化企业的投资项目难以获得必要的资金且运作困难，企业通过多元化并购可筹措必要的资金，将内部资本市场上不完全相关的现金流进行整合，实现内部资源的跨项目流动^[23]。因此，由于内部资本市场效率的提升，管理者有效利用了内部资本市场的智能资金效应，将资源更多配置于净现值为正的投资项目，从而提高了企业的风险承担水平和资源配置效率^[24]。另一种观点则认为多元化战略反而造成企业内部资本市场的低效率，降低企业风险承担水平并损害公司价值，即“内部资本市场低效假说”。由于多元化公司的现金流通常会表现出平均化的趋势，并没有按照投入产出比进行分配，所以多元化公司内部的资金流往往会从 NPV 为正的项目流向 NPV 为负的项目，行业之间相互补贴，资金的配置效率大打折扣，企业的风险承担水平降低，损害公司的整体利益^[25]。而内部资本市场最突出的优势是信息传递快速、充分，但是当企业过度多元化时，组织规模过大反而降低了内部信息传递的效率和效果，虽然企业的现金流量充足，但鉴于信息不对称程度过高，管理者也会出现现金流浪费、投资过度等现象，致使企业内部资本市场资金配置低效，损害企业价值。

综上所述，鉴于内部资本市场的资源配置优势，一方面能够帮助企业缓解融资约束，使资金向 NPV 为正的项目流转，从而提升企业的风险承担水平和长期投资价值；另一方面多元化战略也会造成企业内部资本市场低效率，由于资金在行业间相互补贴，导致资金可能流向无效率的分支行业，资金的配置效率下降，企业风险承担水平不足，缺乏长期增长动力。

（二）董事会规模、多元化战略与企业风险承担

然而企业的多元化经营的实施强度并不是越强越好，适度的多元化才能提高企业经营效率和公司绩效^[17]，事实上，多元化作为一种经营战略，其本身并没有优劣之分，企业运用这种战略，成败的关键不再取决于多元化战略本身，而取决于多元化战略管理执行过程中决策的科学性与执行力等多重因素。在现代企业制度下，董事会是企业的最高战略决策机构，在企业战略制定和实施过程中发挥着重要作用。完善董事会的治理功能，加强董事会与经理层的分离程度以及外部董事的独立性，更有利于发挥董事会治理在企业战略决策过程中的作用，从而确保公司战略决策的有效性。

董事会相关理论提出，监督与战略咨询是董事会的两大根本职能，但随着现代企业制度的逐步完善，以及日益激烈的外部竞争环境，董事会的职能已经逐渐延伸到资源供给、战略执行、管理咨询等方方面面，其与经理层的关系也由监督约束发展成为相互合作、协同并进的实践过程。因此，当多元化战略不断加强时，董事会需要与管理层积极沟通、密切协作，保障多元化战略的成功实施，发挥多元化战略的协同效应。而更为重要的是，董事会能够为管理层提供一系列经验和知识，协助其改善资源匮乏等问题，从而为企业多元化战略部署提供支撑。

根据《公司法》的相关规定，股份有限公司的董事会人数应该控制在 5-19 人，这一制度安排为公司控制董事会规模提供了空间，规模较大的董事会意味着拥有更多的资源、知识和经验，同时大规模董事会在面对激烈的外部环境以及构建商业网络等方面能力也更强，而随着企业规模的不断扩大，董事会需要高效、完备的信息处理能力，增加董事会规模是提高这种能力最有效的方式之一，且经理人的自利行为也会有所减少^[26]，而当企业采取多元化战略后面临的问题不断增加时，大规模的董事会能够更好地处理这些问题，从而有助于提高企业采取多元化战略的积极性和主动性。然而，从代理理论和组织行为学的角度，董事会规模并非越大越好，随着董事会规模的扩大，团体成员的协调和沟通会变得更加困难，会出现互不信任、相互敌对等现象。当董事会规模扩大带来的好处消除不了由此引起的决策拖延、协调成本上升等问题时^[27]，反而会阻碍公司战略决策的形成，降低企业决策效率^[28]，而当董事会中存在外部董事时，外部董事为了保全自己的声誉，通常会选择稳健经营，否决有利于企业同时风险也较大的选择^[29]，从而在企业实施多元化战略过程中降低企业的风险承担水平^[30, 31]。

因此，本文提出研究假设：当其他因素不变时，随着董事会人数的增加，多元化战略与企业风险承担呈现先增后减的趋势。

三、实证设计

（一）模型设定

近年来，为了更好地反映经济变量之间的非线性转换特征，门槛回归模型受到国内外学者的普遍关注。该方法的根本是探讨影响变量关系的第三方因素突变时的临界点，通过引入门槛变量构建回归模型，在经过不同的门槛效应检验后，将样本分类，再比较回归后的影响系数。当考虑用董事会规模作为门槛变量分析多元化战略对风险承担水平的作用时，较好的检验路径是用非线性的门槛回归方法。因此，我们将借鉴 Hausen（1999）^[32]的面板门槛回归模型，首先建立以董事会规模为门槛变量的单一门槛模型 1：

$$risk_{it} = \mu_i + \theta X_{it} + \chi_1 Div_{it} I(g_{it} \leq \varphi) + \chi_2 Div_{it} I(g_{it} > \varphi) + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

其中 i 表示企业， t 表示年份， $risk_{it}$ 表示企业风险承担水平， Div_{it} 表示多元化战略， X_{it} 为控制变量， $I(\bullet)$ 为指示函数， g_{it} 为门槛变量，表示董事会人数， φ 为特定的门槛值， θ 为系数向量， μ_i 反映企业的个体效应， ε_{it} 为随机干扰项。比较 g_{it} 与 φ 的大小后，将样本划分成两个区间， χ_1 和 χ_2 则表示在两个样本区间内多元化战略对企业风险承担水平的估计系数。

当 $g_{it} \leq \varphi$ 时， $I(\bullet) = 1$ ，否则 $I(\bullet) = 0$ 。可以将任意的 φ_0 作为初始值赋给 φ ，采用 OLS 对各参数进行估计，得出相应的残差平方和，在 φ 取值范围内从小到大选定 φ_0 ，得出多个不同的 $S_1(\varphi)$ ，当残差平方和 $S_1(\varphi)$ 最小时的 φ 就是门槛值，即 $\varphi^* = \arg \min S_1(\varphi)$ 。

在估计出门槛值时分别进行两个检验：第一，门槛效应是否显著。原假设为 $H_0: \chi_1 = \chi_2$ ，备择假设为 $H_1: \chi_1 \neq \chi_2$ ，相应的统计量为 $F = (S_0 - S_1(\hat{\varphi})) / \hat{\sigma}^2$ ， S_0 是原假设条件下得到的残差平方和， $S_1(\hat{\varphi})$ 是在备择假设下得到的残差平方和， $\hat{\sigma}^2$ 是备择假设下进行参数估计得到的残差方差。由于 H_0 条件下门槛值并不确定，因此 F 不服从标准分布，要采用自举抽样法模拟其渐近分布。第二，门槛估计值与真实值是否一致。原假设为 $H_0: \hat{\varphi} = \varphi_0$ ，备择假设为 $H_1: \hat{\varphi} \neq \varphi_0$ ，似然比检验统计量是 $LR = (S_1(\varphi) - S_1(\hat{\varphi})) / \hat{\sigma}^2$ ，

虽然 LR 的渐近分布仍然是非标准的，但 Hansen 给出了拒绝域的公式，即在显著性水平 τ 条件下，当 $LR > -2\ln(1 - \sqrt{1 - \tau})$ 时，拒绝原假设。

如果实证数据存在双重门槛时，模型 1 就扩展到双重门槛模型 2（式 2），门槛值 $\varphi_1 < \varphi_2$ ，方法与单一门槛类似。

$$risk_u = \mu_i + \theta X_u + \chi_1 Div_u I(g_u < \varphi_1) + \chi_2 Div_u I(\varphi_1 \leq g_u < \varphi_2) + \chi_3 Div_u I(g_u \geq \varphi_2) + \varepsilon_u \tag{2}$$

（二）数据来源与样本选取

选取 2005-2015 年沪深两市 555 家上市公司为样本，并做如下处理：（1）选择 2005 年前上市且在样本区间内持续经营的企业；（2）剔除 ST 类和 PT 类企业；（3）剔除金融类企业；（4）鉴于门槛回归模型需要采用平衡面板数据，所以剔除数据缺失或异常取值的上市公司，最终获得 6105 个样本。本文企业财务指标来源于国泰安数据库，多元化战略数据来源于 WIND 数据库。为了避免异常值的影响，我们对所有变量进行了上下 1%异常值处理。

（三）变量定义

1. 风险承担水平。衡量企业风险承担的方法大致分为业绩表现、政策行为、生存状况和态度指标四个方面^[33]，其中业绩表现主要通过股票回报的波动性^[31]、企业盈余的波动性^[11]以及 ROA 的最大最小值之差^[2]三种方法。政策行为包括企业的研发强度^[34]和财务杠杆^[35]两种方式。此夕卜，Faccio 等（2016）^[36]和 Tian & Wang（2014）^[37]还提出用企业存活的时间和企业对项目失败的容忍度作为企业风险承担的度量方法，方式较为新颖。本文借鉴王性玉等（2016）^[38]的方法，采用股票收益率的标准差来衡量风险承担，具体计算公式如下：

$$\delta_{t+1} = \sqrt{\frac{(s_t - s)^2}{T - 1}} \tag{3}$$

其中 s_t 为时刻 i 时的股票收益率， s 是从时刻 $(t-T+1)$ 到 t 期间的股票收益率的算术平均值。

2. 多元化战略。用各行业收入占总收入的比重计算出多元化熵值，即 $Div = \sum_{i=1}^n P_i \ln(1/P_i)$ ，该值越高，表示企业实施多元化战略的力度越强。其中 P 为第 i 个产业的销售占比， n 为企业所涉及产业总数^[39]。

3. 门槛变量。采用董事会人数（Bsize）作为门槛变量，即董事会的正式成员人数，但不包括一些名誉董事、候选董事等。

4. 控制变量。根据 John 等（2008）^[1]和 Faccio（2016）^[36]等文献，我们考虑影响企业风险承担行为的控制变量包括：企业规模（Size）、杠杆率（Lev）、销售增长（Growth）、企业年龄（Age）、第一大股东持股比例（Largest）、所有权性质（State），变量定义见表 1。

表 1 变量定义及含义

变量符号	变量定义	变量含义
Risk	股票收益率标准差	反映企业的风险承担水平

Div	$\sum_{i=1}^n P_i \ln (1/P_i)$	多元化战略，该值越高，表示企业实施多元化战略的力度越强。
Bsize	董事会人数	董事会的正式成员人数
Size	总资产的自然对数	该值越大，表示企业规模越大
Lev	企业总负债/企业总资产	该值越高，表示在企业的总体资金来源中，来自债权人的比例较高
Growth	营业收入的年增长率	该值越高，表示企业的成长能力越强
Age	Ln（1+企业成立年限）	该值越高，表明企业成立的时间越长
Largest	第一大股东持股比例	该值越大，表明股权在大股东手上更集中，股东对企业的掌控能力越强
State	若企业第一大股东所持股份的性质属于国有则取值 1，否则为 0	该指标反映企业的国有化程度

四、实证分析

首先，检验门槛效应是否存在。从表 2 可以看出门槛效应检验后的 F 值和 P 值，以及各显著性水平下的临界值，当以董事会人数作为门槛变量时，单一门槛效应和双重门槛效应都在 5% 的显著性水平下显著，三重门槛效应不显著，说明多元化战略对企业风险承担存在基于董事会规模的双重门槛效应，因此下文分析中选用双重门槛模型进行分析。

表 2 门槛效果自抽样检验

	单一门槛检验	双重门槛检验	三重门槛检验
F 值	5.88	10.02	4.17
P 值	0.029	0.016	0.425
10%	10.420	8.444	10.242
5%	13.781	10.662	12.421
1%	19.610	13.820	17.607
BS 次数	500	500	500

其次，考察多元化战略对企业风险承担影响的门槛值，多元化战略与企业风险承担存在基于董事会规模双重门槛效应，第一个门槛值为 7，第二个门槛值为 12，门槛估计值位于 95% 置信区间 [6, 8] 和 [11, 13] 内，似然比值等于 0，在原假设接受域内，即估计值与真实值相等。

第三，进行参数估计，估计结果见表 3，多元化战略的强度对风险承担水平的作用在不同的董事会人数下表现存在差异，当董事会人数低于 7 人时，多元化战略对企业风险承担的影响系数是 0.021，在 1% 的显著性水平下显著，说明当董事会人数低于 7 人时，多元化战略的实施力度越大，企业的风险承担水平越高；当董事会人数低于 12 人高于 7 人时，多元化战略对风险承担的影响系数为 0.015（10% 的显著性水平），此时二者之间的关系仍为正；当董事会人数高于 12 人时，多元化战略与风险承担水平的影响系数为一 0.037（5% 的显著性水平），说明当董事会人数高于第二个门槛值时，多元化战略与企业风险承担水平负相关。实证结果表明增加董事会人数可以帮助企业吸引更多具有不同知识背景、能力的人士加入，为企业投资决策提供更加科学合理的建议，提高决策的科学性。因此，在企业实施多元化战略的过程中，能够帮助企业制定切实有效的多元化经营和投资决策，

进而提升企业的风险承担水平。但是随着董事人数的进一步增加，董事之间的派系斗争和协调成本加大，导致多元化战略实施过程中面临重重阻碍，降低企业的投资效率和风险承担能力，所以当超过第二个门槛值时，多元化战略与企业风险承担负相关。

表 3 门槛模型参数估计结果

门槛变量	Baize	
	系数	T 值
Size	-0.002**	2.1
Lev	0.014***	2.86
Growth	0.023	1.27
Age	0.018	0.58
Largest	0.011*	1.89
State	-0.034***	-2.87
$Div_{it}I(g_{it} < \varphi_1)$	0.021***	3.11
$Div_{it}I(\varphi_1 \leq g_{it} < \varphi_2)$	0.015*	1.81
$Div_{it}I(g_{it} \geq \varphi_2)$	-0.037**	-2.03
_cons	3.125***	7.58
F 值	4.10***	

在控制变量方面，公司的资本结构、第一大股东持股比例与风险承担显著正相关，表明较高的负债水平、第一大股东持股比例较高时，企业承担更大的风险；企业规模、最终控制人性质与企业风险承担显著负相关，说明企业规模越大、最终控制人为政府时企业风险承担意愿更低，而企业上市年限和成长能力与风险承担水平的关系并不显著。

五、稳健性检验

首先对估计模型中可能存在的内生性问题进行检验，在分析多元化战略对企业风险承担的影响时，考虑到企业的风险承担水平也会影响企业的多元化战略，我们还需要对变量的内生性进行检验，采用的方法是用多元化战略同其他解释变量进行回归，然后将获取的残差代入原估计方程中，结果显示，F 统计量和卡方统计量的伴随概率为 0.08，拒绝原假设，所以多元化战略存在内生性。为了处理内生性问题，参照 Campa & Kedia（2002）^[40]的方法，采用 Heckman 两阶段模型进行估计，并建立以下模型：

$$P_{it}(Div) = \beta_0 + \beta_1 competition_{it} + \beta_2 GDP_{it} + \sum_{i=1}^n \beta_i control_{it} + \varepsilon_{it} \tag{4}$$

$$Risk_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 competition_{it} + \alpha_2 GDP_{it} + \alpha_3 \lambda + \sum_{i=1}^n \alpha_i control_{it} + \varepsilon_{it} \tag{5}$$

其中 $P_{it}(Div)$ 表示企业选择多元化战略的概率，competition 表示行业竞争度， $competition = \frac{\sum_{i=1}^n (\frac{p_i}{P})^2}{n}$ ， p_i 为企业 i 的销售收入，P 为该企业所在行业的所有企业的销售收入之和；GDP 为每年的国内生产总值增长率，control 为控制变量，包括企业规模（She）、杠杆率（Lev）、销售增长（Growth）、企业年龄（Age）、第一大股东持股比例（Largest）、所有权性质（State）。

第一步估计模型（4）得到实施企业多元化战略的概率 p 和逆米尔斯比率 λ ，第二步将 λ 和其他控制变量放到一起进行回归。实证结果表明，在控制了样本自选择问题后，当董事会规模位于不同的区间时，Div 的系数仍然显著，且各变量的显著程度和系数没有实质性变化。

为了进一步验证研究结论的可靠性，本文还进行了以下处理：（1）变量替换，采用每个公司样本期间最大的与最小的行业调整 ROA 的差额表示风险承担，即：MAX（ROA）-MIN（ROA），采用企业跨行业经营的行业数量表示多元化战略实施的力度，结果显示各参数符号和显著性与上述结论一样，回归结果依然稳健；（2）引入董事会规模与多元化水平的交互项检验门槛模型估计结果的稳健性，模型设定如下：

$$risk_{it} = \beta_1 Div_{it} \times dongshi_{it} + \beta_2 Div_{it}^2 \times dongshi_{it} + \theta' X_{it} + \mu_i + \epsilon_{it} \quad (5)$$

如果 β_1 和 β_2 能够通过显著性检验，我们就认为多元化战略对企业风险承担的影响是非线性的。其实门槛模型与交互项模型是相通的，门槛值是将样本划分为不同的区制，分析其在不同的区制下系数的变化，而交互项模型也可以判断非线性关系的趋势，但是门槛模型的优势在于可以找到确定的门槛值。从结果来看，交互项模型同门槛模型所估计的结果是一致的，二次项系数显著为负，证实了多元化战略与企业风险承担呈现倒 U 型关系。

表 4 Heckman 样本选择结果

变量	$g_{it} < \varphi_1$	$\varphi_1 \leq g_{it} < \varphi_2$	$g_{it} \geq \varphi_2$
Div	0.024*** (4.15)	0.015** (2.10)	-0.029*** (-5.17)
Lambda	0.032*** (3.12)	0.010*** (4.14)	-0.035*** (-3.19)
Size	-0.020** (-2.15)	-0.012*** (-2.67)	-0.034*** (-2.96)
Lev	0.134*** (3.53)	0.014*** (3.18)	0.025*** (3.75)
Growth	0.038 (1.00)	0.013 (0.34)	0.034 (1.54)
Age	0.023 (1.04)	0.040 (1.02)	0.015 (1.02)
Largest	0.010*** (2.15)	0.008** (2.10)	0.072** (2.04)
State	-0.022*** (-3.83)	-0.027*** (-4.03)	-0.007*** (-5.43)
_cons	3.179*** (12.30)	4.304*** (12.17)	4.276*** (8.15)
Wald Chi2	140.35 (0.00)	159.40 (0.00)	142.25 (0.00)

表 5 交互项模型回归结果

变量	多元回归	两阶段回归
Div×Bsize	0.012* (1.85)	0.033*** (2.10)
<i>Div×Bsize²</i>	-0.015* (-1.94)	-0.022** (-2.04)
Size	-0.010** (-2.15)	-0.021*** (-3.47)
Lev	0.003*** (3.53)	0.015*** (3.18)
Growth	0.037 (1.00)	0.003 (0.44)
Age	0.004 (1.04)	0.024 (1.02)
Largest	0.005** (2.15)	0.081** (2.11)
State	-0.022*** (-3.83)	-0.028*** (-5.12)
Lambda	—	0.105*** (7.12)
cons	4.171*** (12.30)	5.304*** (11.17)
F/Wald Chi2 (P) Value	4.80 (0.00)	143.41 (0.00)

六、研究结论与启示

基于上述分析,得出如下研究结论:多元化战略对风险承担水平存在基于董事会规模的双重门槛效应,当董事会人数低于7人时,多元化战略对企业风险承担存在显著的促进作用;当董事人数超过12人时,多元化战略实施的力度会降低企业的风险承担水平。

研究结论对于完善我国上市公司董事会制度、加强企业战略管理以及协助管理层进行投资决策均具有较好的启示作用。在我国特殊的转型经济背景下,董事会治理机制作为从行政型治理向经济型治理转型过程中的一种重要制度安排,对企业的战略实施和风险偏好具有重要影响,要确立科学合理的董事会规模,董事会人数并不是越多越好,或越少越好,应控制在一个合适的范围内,并建立科学的高管激励机制;在组建董事会时,要根据各自公司的实际情况确定董事会规模,从而使其功能发挥到最大,在选聘董事会成员时应该注重其知识背景和能力优势的合理搭配,实现资源互补;企业在采取多元化战略的过程中必须严格控制多元化的速度和程度,从而使企业的风险承担水平控制在一个合理范畴;不合理的内部治理机制反而会夺走多元化战略给企业带来的行业商机,因此要加强对企业的内部控制,实现成本与收益的均衡。

[参考文献]:

[1]John K, Litov L, Yeung B. Corporate governance and risk-taking[J]. The Journal of Finance, 2008, 63 (4) :

1679-1728.

[2]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.

[3]Bargeron L L, Lehn K M, Zutter C J. Sarbanes-oxley and corporate risk-taking[J]. Journal of Accounting and Economics, 2010, 49 (1) : 34-52.

[4]Hilary G, Hui K W. Does religion matter in corporate decision making in America? [J]. Social Science Electronic Publishing, 2009, 93 (3) : 455-473.

[5]Fama E F, Miller M H. The theory of finance[J]. Journal of Money Credit Banking, 1974, 5 (1) : 172-267.

[6]Arif S, Lee C M C. Aggregate investment and investor sentiment[J]. Review of Financial Studies, 2014, 27 (11) : 3241-3297.

[7]McLean R D, Zhao M. The business cycle, investor sentiment, and costly external finance[J]. The Journal of Finance, 2014, 69 (3) : 1377-1409.

[8]Chava S, Roberts M R. How does financing impact investment? the role of debt covenants[J], The Journal of Finance, 2008, 63 (5) : 2085-2121.

[9]Nini G, Smith D C, Sufi A. Creditor control rights and firm investment policy[J], Journal of Financial Economics, 2009, 92 (3) : 400-420.

[10]Nguyen P. The impact of foreign investors on the risk-taking of Japanese firms[J]. Journal of the Japanese and International Economies, 2012, 26 (2) : 233-248.

[11]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.

[12]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.

[13]Habib A, Hasan M M. Firm life cycle, corporate risk-taking and investor sentiment[J]. Accounting & Finance, 2015, 57 (2) : 465-497.

[14]Li J, Tang Y I. CEO hubris and firm risk taking in China: the moderating role of managerial discretion[J], Academy of Management Journal, 2010, 53 (1) : 45-68.

[15]Nakano M, Nguyen P. Board size and corporate risk taking: further evidence from Japan[J], Corporate Governance: An International Review, 2012, 20 (4) : 369-387.

[16]王福胜, 宋海旭. 终极控制人、多元化战略与现金持有水平[J]. 管理世界, 2012 (7) : 124-136.

-
- [17]Montgomery C A. Corporate diversification[J], Journal of Economic Perspectives, 1994, 8 (3) : 163-178.
- [18]谭伟强, 彭维刚, 孙黎. 规模竞争还是范围竞争? ——来自中国 企业国际化战略的证据[J]. 管理世界, 2008 (2) : 126-135.
- [19]Morck R, Yeung B. Corporate governance, economic entrenchment, and growth[J]. Journal of Economic Literature, 2005, 43 (3) : 655-720.
- [20]Scharfstein D S, Stein J C. The dark side of internal capital markets: divisional rent-seeking and inefficient investment[J]. The Journal of Finance, 2010, 55 (6) : 2537-2564.
- [21]Stein J C. Internal capital markets and the competition for corporate resources[J]. The Journal of Finance, 1997, 52 (1) : 111-133.
- [22]Stulz R M. Managerial discretion and optimal financing policies[J]. Journal of Financial Economics, 1990, 26 (1) : 3-27.
- [23]Fluck Z, Lynch A W. Why do firms merge and then divest? a theory of financial synergy[J]. The Journal of Business, 1999, 72 (3) : 319-346.
- [24]黄建仁, 苏欣玫, 黄健铭. 高管人员薪酬、自由现金流量对公司风险承担之影响[J]. 科学决策, 2010 (7) : 10 -17.
- [25]Berger P G, Ofek E. Diversification' s effect on firm value[J]. Journal of Financial Economics, 1995, 37 (1) : 39-65.
- [26]赖建清, 李常青, 谢志锋. 公司董事会特征与绩效研究综述 [J]. 当代财经, 2004 (8) : 74 - 77.
- [27]Lipton M, Lorsch J W. A modest proposal for improved corporate governance[J]. The Business Lawyer, 1992, 48 (1) : 59-77.
- [28]Jensen M C. The modern industrial revolution, exit, and the failure of internal control systems[J]. The Journal of Finance, 1993, 48 (3) : 831-880.
- [29]孙永祥, 章融. 董事会规模、公司治理与绩效[J]. 企业经济, 2000 (10) : 13-15.
- [30]Denis D J, Denis D K, Sarin A. Ownership structure and top executive turnover[J]. Journal of Financial Economics, 1997, 45 (2) : 193-221.
- [31]Chen S S, Ho K W. Corporate diversification, ownership structure, and firm value : the Singapore evidence[J], International Review of Financial Analysis, 2000, 9 (3) : 315 - 326.
- [32]Hansen B E. Threshold effects in non-dynamic panels: estimation, testing, and inference [J]. Journal of Econometrics, 1999, 93 (2) : 345 -368.

-
- [33]王菁华, 茅宁. 企业风险承担研究述评及展望[J]. 外国经济 与管理, 2015, 37 (12) : 44 - 58.
- [34]Li K, Griffin D, Yue H, et al. How does culture influence corporate risk-taking? [J]. Journal of Corporate Finance, 2013, 23 (4) : 1-22.
- [35]Dong Z, Wang C, Xie F. Do executive stock options induce excessive risk taking? [J]. Journal of Banking Finance, 2010, 34 (10) : 2518-2529.
- [36]Faccio M, Marchica M T, Mura R. CEO gender, corporate risk-taking, and the efficiency of capital allocation[J]. SsrnE-electronic Journal, 2016, 39: 193-209.
- [37]Tian X, Wang T Y. Tolerance for failure and corporate innovation[J]. Review of Financial Studies, 2014, 27 (1) : 211-255.
- [38]王性玉, 姚海霞, 王开阳. 基于投资者情绪调节效应的企业生命周期与风险承担关系研究[J]. 管理评论, 2016, 28 (12) : 166-175.
- [39]姚俊, 吕源, 蓝海林. 我国上市公司多元化与经济绩效关系的实证研究[J]. 管理世界, 2004 (11) : 119-125.
- [40]Campa J M, Kedia S. Explaining the diversification discount[J]. The Journal of Finance, 2002, 57 (4) : 1731-1762.