

【财务管理】

企业声誉对风险承担的影响： 抑制还是促进

卢太平 王 慧

【摘要】以2010-2019年我国沪深A股上市公司数据为样本,考察企业声誉对企业风险承担的影响及两者间的作用机制。研究表明:企业声誉对企业风险承担具有抑制作用;企业声誉通过促使企业实施更为有效的内部控制来降低企业风险承担水平;在非国有企业和处于市场化程度较高地区的企业中,企业声誉对风险承担具有更显著的抑制作用。

【关键词】企业声誉;风险承担;非正式制度;内部控制

【作者简介】卢太平,安徽财经大学会计学院教授;王慧,安徽财经大学会计学院(蚌埠 233000)。

【原文出处】《财会月刊》(武汉),2021.19.41~47

【基金项目】安徽省高校人文社会科学研究项目“我国上市公司衍生品使用的影响因素及其非预期效应研究”(项目编号:SK2020A0026)。

一、引言

在面对能给企业带来正的净现值但风险较高的投资项目时,企业需要考虑其风险承担水平^[1,2]。宏观上看,高风险项目的投资往往伴随着高回报,对社会技术进步、社会资本积累及社会生产率提高有促进作用;微观上看,高风险项目的投资决策反映了管理者对投资机会充分识别、把握、利用的结果,能够显著提高投资效率、增加企业价值。总之,适当提高企业风险承担水平既具有宏观意义也具有微观价值。因此,探究影响企业风险承担水平的因素是非常有必要的。

已有文献主要从公司治理层面来探讨风险承担的影响因素,包含内部治理机制与外部治理制度两方面。研究结果显示,内部治理机制方面的股权结构、董事会特征、管理层激励、管理者特征、内部控制质量等^[3-9]对企业风险承担有显著影响;外部治理制度方面的经济增长水平、税制改革、法律制度以及金融条款等^[10-12]会影响企业风险承担。

然而,上述对风险承担影响因素的研究多数集中于正式制度层面,只有少数文献研究了非正式制度与风险承担间的关系。本文以此作为切入点,探讨企业声誉这一非正式制度与风险承担间的关系,认为企业声誉对企业风险承担的影响可能具有两面性:一方面,利益相关者对于企业的期望不断提升^[13],因此迫于利益相关者的压力,企业更可能做出风险较大的投资决策;另一方面,企业声誉的脆弱性使得其一旦遭到破坏,就可能会使企业失去从声誉中获得的所有利益^[14]。因此,声誉良好的公司在维护其声誉方面更加谨慎,更倾向于规避风险、维持现状。那么,企业声誉这一非正式制度到底怎样影响企业的风险承担行为?企业声誉又通过怎样的作用机制影响风险承担行为?两者关系在不同公司治理结构下是否存在差异?现有文献对此并未做出探讨。为回答上述问题,本文利用我国2010-2019年A股上市公司数据,探讨了企业声誉对企业风险承担的影响,并进一步检验了企业声誉影响风险承担行

为的路径。

二、理论分析与研究假设

(一)企业声誉对风险承担存在积极影响

声誉理论认为,企业声誉是企业过去一切行为及结果的综合体现,这些行为及结果反映了企业向各类利益相关者提供有价值的产出的能力^[13]。Haleblian等^[15]的研究也指出,企业声誉是利益相关者根据自身预期被满足的情况从而对企业所做出的评价。若企业的表现能满足或者超过利益相关者的预期,则企业声誉较好;否则,企业声誉较差。现有文献还指出,拥有良好声誉的企业在市场上具有独特的竞争优势^[16],比如能够获得更高的财务回报、更好地进入资本市场、吸引素质更高的员工、更有效地接触潜在的投资者。因此,企业为了获得良好声誉带来的好处,会制定并实施战略决策(如加大研发投入、强化技术创新、优化投资战略等)^[17-18],以满足利益相关者的预期,达到维护企业声誉的目的。Mishina等^[19]研究指出,投资者主要以企业之前的表现来判断企业未来发展情况,对表现较好的企业容易做出过度乐观的预测。投资者不断提升的期望使得企业面对的经营压力越来越大,企业实施激进型战略的可能性也越来越大。薛超凯等^[20]的研究也指出,投资者的期望给企业带来的经营压力更可能使高声誉企业开展高风险的投资活动,从而获取高收益以使其业绩表现与声誉相符。因此,声誉良好的企业迫于满足利益相关者高期望的压力,更倾向于实施高风险的战略行动。

此外,在危机情境下,良好的企业声誉可以发挥“保护伞”的作用:与声誉较差的企业相比,拥有较好声誉的企业遭受的威胁和损失相对较小。已有研究主要从投资者和消费者两个视角考察危机对企业声誉的影响:①基于投资者角度,文献主要考察危机发生后企业声誉对股票价格和收益的影响。研究发现,危机发生后声誉良好的企业相较于声誉较差的企业的股价下跌程度显著较小、获取的收益相对较高^[21]。良好的企业声誉会产生具有保护作用的“晕轮效应”,使企业声誉避遭损失。Godfrey等^[22]指出,企业声誉会给企业带来“疑罪从无”的好处,这种好处可以减轻投资者对相关企业的负面评价和处罚力

度。②基于消费者角度,企业处于危机情境时,良好的企业声誉会抑制消费者的负面情绪,发挥积极作用。郑海东等^[23]发现,企业在发生危机之前的高声誉会强化利益相关者对企业的正面印象。由于企业声誉会在危机情境下发挥保护作用,因此企业更可能采取高风险的战略决策。

(二)企业声誉对风险承担存在消极影响

期望违背理论认为,互动的双方将对彼此的行为产生期望,违背期望就会引起广泛的注意。企业声誉被视为一项能够提升企业价值的无形资产^[6],建立声誉所耗时长与其脆弱性之间存在不平衡。企业声誉的建立时间和破坏时间之间的不对等,迫使企业需要依据利益相关者基于企业声誉所产生的期望行事。因此,在利益相关者关系中,良好的企业声誉可保证利益相关者对公司投资决策的稳定性。另外,管理者的决策也会受到企业高声誉的影响。出于自身名誉毁损的考虑,管理者会更加注重企业声誉的维护,以避免其在位期间高风险投资项目的失败招致经理人市场的“降级”惩罚。相比具有较大失败可能性的高风险投资策略,管理层更愿意采取规避风险的策略,因此高声誉在一定程度上会限制企业管理层在制定目标和实施行为方面的自由度^[24]。

此外,拥有良好声誉的企业更容易受到利益相关者的监督,它更有可能因为违背利益相关者的期望而遭受更为严重的惩罚。基于期望违背理论,消极的期望违背会引发利益相关者负面的情绪反应,并且导致认知失调。已有研究发现,在产品质量上享有良好声誉的企业,可能会在产品召回(尤其是严重缺陷导致的汽车召回)时承担更大市场份额的损失^[14]。同时也有研究表明,良好的品牌声誉在危机情境下会产生负面影响^[25],导致消费者更显著的消极行为。可见,期望违背会招致利益相关者更为激烈的负面反应。一些研究发现,在违背利益相关者期望的情况发生后,其对企业的支持行为显著减少^[26],并且认为企业应该负主要责任,从而使得企业的损失更为惨重,这些损失涉及社会认可、产品销量、市场份额、企业价值等方面^[27-29]。利益相关者对企业展示的报复倾向^[30]越显著,其感知的企业在危机情境下应承担的责任越大^[31]。因此,考虑到期望

违背企业可能遭受更为严重的损失,企业会规避高风险的投资项目以降低投资失败的风险。

基于上述分析,本文提出如下竞争性假设:

H1a:在其他条件不变的情况下,企业声誉对企业风险承担存在积极影响。

H1b:在其他条件不变的情况下,企业声誉对企业风险承担存在消极影响。

三、研究设计

(一)样本选择

2008年全球金融危机的发生严重影响了企业的风险承担行为。为剔除金融危机对企业风险承担决策的影响,本文以我国2010-2019年全部A股上市公司作为样本,并对样本按照下列原则进行处理:剔除金融行业企业;剔除ST企业;剔除相关数据缺失企业;每个企业如果未能满足连续3年有Roa数据的条件,则删除。经过上述处理,最终得到7352个公司年度观测值。极端值的存在可能会对回归结果产生影响,因此对全部连续变量在上下1%的水平上进行缩尾(Winsorize)处理。本文所使用的数据来自于国泰安及锐思数据库。

(二)变量定义

1. 风险承担。本文用于度量风险承担的指标为 $\sigma(\text{Roa})$,即盈利波动性。根据相同年度和行业的Roa均值对每个企业的Roa进行调整,因为经济周期和行业会影响企业的Roa值。采用如下等式计算风险

承担水平:

$$\text{RiskT}_i = \sqrt{\frac{1}{T-1} \sum_{t=1}^T (\text{Roa}_{it} - \frac{1}{T} \sum_{t=1}^T \text{Roa}_{it})^2} \quad | T=3$$

另一个用来度量风险承担的指标是样本期间每个企业经过行业调整的Roa的极差,用公式表示即为 $[\text{Max}(\text{Roa})-\text{Min}(\text{Roa})]$ 。

2. 企业声誉。本文借鉴管考磊和张蕊^[32]的研究方法计算企业声誉的代理指标:首先,基于各个利益相关者层面对企业的看法,选取12个企业声誉评价指标;其次,运用因子分析法对12个指标进行分析计算出声誉得分;然后,将企业声誉得分按照从小到大的顺序划分为十组,并赋值为1~10。

3. 控制变量。根据Faccio等^[33]、余明桂等^[34]、李小荣等^[35]的研究,本文选取了下列控制变量:杠杆率(Lev)、总资产收益率(Roa)、销售增长率(Sales-growth)、企业规模(Size)、企业年限(Age)、所有权(Ownership)、所有权性质(Soe)。此外,本文还将行业虚拟变量(Industry)和年度虚拟变量(Year)作为控制变量参与回归。具体变量定义如表1所示。

(三)模型设定

为了检验本文的假设,根据余明桂等^[34]、李小荣等^[35]的研究,本文待检验的模型设定为:

$$\text{RiskT}_{it}(\text{RiskT2}_{it}) = \alpha_0 + \alpha_1 \text{Rep}_{it} + \sum \text{Controls} + \sum \text{Industry} + \sum \text{Year} + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

其中,Controls表示控制变量,下标i表示公司,t

表1 变量定义及说明

变量类型	变量名称	变量符号	计算说明
被解释变量	风险承担	RiskT	正文变量定义中的 $\sigma(\text{Roa})$
		RiskT2	正文变量定义中的 $\text{Max}(\text{Roa})-\text{Min}(\text{Roa})$
解释变量	企业声誉	Rep	运用因子分析法对12个指标进行分析算出声誉得分;然后,将企业声誉得分按照从小到大的顺序划分为十组,并赋值企业声誉Rep依次为1~10
控制变量	杠杆率	Lev	期末总负债/期末总资产
	总资产收益率	Roa	息税前利润/期末总资产
	销售增长率	Salesgrowth	(本期营业收入-上期营业收入)/上期营业收入
	企业规模	Size	期末总资产取自然对数后的值
	企业年限	Age	企业成立年限加1后的自然对数
	所有权	Ownership	将企业第一大股东年末持股比例大于20%的数值赋值为1,反之为0
	所有权性质	Soe	若企业为国有企业,则赋值为1,否则为0
	年度变量	Year	虚拟变量,所在年份为1,否则为0
	行业变量	Industry	虚拟变量,所在行业为1,否则为0

表示年度。

四、实证分析

(一)描述性统计

表2列示了主要变量的描述性统计结果。其中, RiskT的最大值为0.1010,最小值为0.0005,平均值为0.0196,标准差为0.0184; RiskT2的最大值和最小值分别是0.1720与0.0007,平均值为0.0338,标准差为0.0319,可以看出样本企业风险承担水平差异较大。企业声誉(Rep)的均值和标准差分别为5.5540和2.8250,说明上市公司企业声誉之间存在较大差异。

(二)相关性分析

表3报告了主要变量的皮尔森(Pearson)检验系数。由表3可以看出:①两个被解释变量RiskT与RiskT2的正向关系在1%的水平上显著,相关系数为0.981,表示在衡量企业风险承担水平上,二者的相似性较高;②解释变量企业声誉(Rep)与被解释变量

RiskT和RiskT2的负向关系均在1%的水平上显著,初步表明企业声誉对企业风险承担具有抑制作用,支持H1b;③各变量之间的相关系数较小,说明待检验模型不存在明显的多重共线性问题。

(三)企业声誉对风险承担的影响

下页表4第(1)列、第(2)列列示了企业声誉与风险承担之间的基本回归结果。可以看出,采用不同的方法度量风险承担(RiskT/RiskT2)时,企业声誉(Rep)与风险承担均在1%水平上显著负相关,即在其他条件不变时,企业声誉越高,公司的风险承担水平越低,验证了H1b。企业声誉一旦遭到破坏便很难重建,因此企业有动机避免声誉折损所造成的损失。这表明信誉良好的公司为了满足外部期望,更倾向于寻求低风险投资项目。

(四)企业声誉抑制风险承担的作用机制

声誉理论认为,声誉作为企业一种重要的战略

表2 描述性统计

变量	观测值	平均值	标准差	最小值	最大值
RiskT	7352	0.0196	0.0184	0.0005	0.1010
RiskT2	7352	0.0338	0.0319	0.0007	0.1720
Rep	7352	5.5540	2.8250	1	10
Age	7352	2.5710	0.4000	1.3860	3.3320
Lev	7352	0.3680	0.1950	0.0423	0.8240
Roa	7352	0.0601	0.0415	0.0028	0.2070
Salesgrowth	7352	0.2140	0.3140	-0.3140	1.7510
Size	7352	21.9000	1.2370	19.9600	26.2400
Ownership	7352	0.8690	0.3370	0	1
Soe	7352	0.2680	0.4430	0	1

表3 各变量之间的相关关系

变量	RiskT	RiskT2	Rep	Age	Lev	Roa	Salesg-h	Size	Owners-p	Soe
RiskT	1									
RiskT2	0.981***	1								
Rep	-0.039***	-0.032***	1							
Age	-0.020*	-0.050***	0.000	1						
Lev	-0.085***	-0.082***	0.286***	0.163***	1					
Roa	0.189***	0.188***	0.231***	-0.118***	-0.424***	1				
Salesgrowth	0.046***	0.045***	0.120***	-0.087***	0.063***	0.216***	1			
Size	-0.063***	-0.074***	0.272***	0.096***	0.603***	-0.161***	0.025**	1		
Ownership	0.000	0.004	0.039***	-0.038***	0.048***	0.024**	-0.034***	0.049***	1	
Soe	-0.033***	-0.027**	0.037***	0.072***	0.342***	-0.165***	-0.079***	0.449***	0.121***	1

注:*、**、***分别表示在10%、5%、1%的水平上显著,下同。

表4 企业声誉与风险承担的基本回归结果

变量	(1)	(2)
	RiskT	RiskT2
Rep	-0.0005***(-3.91)	-0.0007***(-3.17)
Age	0.0001(0.12)	0.0001(0.11)
Lev	0.0065***(-3.48)	0.0119***(-3.73)
Salesgrowth	-0.0000(-0.03)	-0.0000(-0.01)
Roa	0.1000***(-11.37)	0.1603***(-10.77)
Size	-0.0007***(-2.81)	-0.0013***(-3.21)
Ownership	0.0002(0.39)	0.0003(0.32)
Soe	-0.0015***(-2.85)	-0.0026***(-2.84)
constant	0.0402***(-7.01)	0.0765***(-7.70)
Year	控制	控制
Industry	控制	控制
N	7352	7352
R ²	0.115	0.129
F	27.627***	32.069***

注:所有回归均使用Robust方法调整异方差;括号内为t值。下同。

资产和专用资本,实际上被视为企业对其产品质量、服务水平和决策行为的承诺和保证,若企业违背了承诺,企业的声誉资本有可能会遭受重创。基于这个原因,声誉良好的企业为了防止声誉受损,会实施更有效的内部控制。此外,声誉还具有自我加强作用^[36],这会促使声誉良好的企业持续实施有效的内部控制,以维持并提升企业声誉。基于上述分析,本文使用迪博内部控制指数衡量企业内部控制质量(Ic),利用中介效应模型,考察企业内部控制质量是否为企业声誉抑制风险承担的渠道机制。为此,建立如下模型:

$$Ic_{it} = \varphi_0 + \varphi_1 Rep_{it} + \sum Controls + \sum Industry + \sum Year + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

$$RiskT_{it}(RiskT2_{it}) = \eta_0 + \eta_1 Rep_{it} + \eta_2 Ic_{it} + \sum Controls + \sum Industry + \sum Year + \varepsilon_{it} \quad (3)$$

在上述模型中,其他变量与模型(1)一致。回归结果如表5所示。中介效应的分析步骤如下:首先,对模型(1)进行回归,结果如表4中列(1)、列(2)所示,可以看出,企业声誉对风险承担有抑制作用,即企业声誉越高,其风险承担水平越低。其次,对模型(2)进行回归,结果如表5列(1)所示。可以看出,企业声誉与其内部控制质量存在正相关关系,即企业声誉的提高促使其实施更有效的内部控制。再次,对模型(3)进行回归,回归结果如表5列(2)、列(3)所示,结果表明内部控制质量(Ic)与企业风险承担在1%的水平上显著为负,说明内部控制质量越高,企业的风险承担水平越低。最后,通过系数的符号与显著性可以推断中介效应成立与否。上述结果表明,内部控制质量在企业声誉与风险承担的关系中起到部分中介作用。

表5 中介效应检验

变量	(1)	(2)	(3)
	Ic	RiskT	RiskT2
Rep	0.0273***(-6.51)	-0.0003***(-2.41)	-0.0004***(-1.76)
Ic		-0.0022***(-5.01)	-0.0037***(-4.92)
Age	-0.0722***(-3.79)	0.0005(0.86)	0.0010(0.88)
Lev	-0.2942***(-5.10)	0.0059***(-2.92)	0.0107***(-3.12)
Salesgrowth	0.1425***(-5.72)	-0.0004(-0.52)	-0.0009(-0.65)
Roa	2.7889***(-11.87)	0.1095***(-11.26)	0.1759***(-10.73)
Size	0.1948***(-19.57)	-0.0006***(-2.25)	-0.0012***(-2.60)
Ownership	0.0170(0.85)	0.0004(0.67)	0.0007(0.63)
Soe	0.0054(0.29)	-0.0016***(-2.89)	-0.0027***(-2.86)
constant	2.9457***(-13.36)	0.0532***(-8.36)	0.0976***(-8.84)
Year	控制	控制	控制
Industry	控制	控制	控制
N	6365	6365	6365
R ²	0.307	0.121	0.133
F	63.903***	24.434***	27.397***

(五)稳健性检验

1. 替换企业声誉与风险承担的度量方式。①将通过因子分析方法计算出的企业声誉得分(Score)作为企业声誉的衡量指标与风险承担进行回归,结果表明,企业声誉得分(Score)与风险承担水平显著负相关,H1b 依旧成立。②借鉴李小荣等^[35]的研究,将5年作为一个观测时段计算企业的风险承担水平。结果表明,企业声誉的系数在1%的水平上显著为负,说明企业声誉抑制了公司的风险承担行为,即改变风险承担的度量方法,研究结论与前文仍保持一致。

2. 替换样本公司。为了避免风险承担行为受到行业特点的影响,本文选取了单一行业企业——制造行业企业为样本对主回归结果进行稳健性检验。回归结果显示,企业声誉与风险承担仍然显著负相关,结论依然成立。

限于篇幅,稳健性检验结果未予列示。

五、进一步分析:基于产权性质和市场化程度的分组讨论

(一)基于产权性质的分组讨论

国有企业往往需要履行较多的社会责任,因此,国有企业在经营与决策方面会受到较大限制。基于稳健性考虑,上级部门极有可能否定高风险的投资项目。因此,国有企业可能更倾向于采取相对保守的策略,实施风险较低的投资活动。因此,对国有企业的风险承担行为而言,企业声誉发挥的抑制作用较为有限。

对非国有企业而言,其主要目标是实现企业价值最大化。风险承担能够提高企业的资产增长率与销售增长率,促进企业技术发展和企业生产率提高,最终提升企业价值。因此,非国有企业风险承担水平更高。但与国有企业有政府作为最后的权益保障相比,非国有企业的声誉受损可能会招致市场更严重的报复,其风险承担行为受企业声誉影响较大。据此,本文预期企业声誉对非国有企业风险承担行为具有更显著的抑制作用。

为了检验企业声誉对风险承担的影响是否因产权性质不同而不同,本文将全部样本依据产权性质分为两组进行回归分析,表6列示了回归结果。可以看出,相比于国有企业组,非国有企业中企业声誉(Rep)与风险承担(RiskT/RiskT2)的回归系数均在1%的水平上显著,且T值的绝对值较大,表明企业声誉对风险承担行为的影响对非国有企业更显著,与本文预期相符。

(二)基于市场化程度的分组讨论

市场化程度作为一项外部治理机制,综合体现了政治、社会、法律、经济的发展水平。企业声誉与风险承担的关系可能会受到不同的市场化程度的影响。市场化程度较高时,信息传导机制更加有效,声誉良好的企业会引起媒体和利益相关者更密切的关注。而且媒体倾向于报道负面的企业危机事件^[4],从而使企业遭受的负面影响更为剧烈。由于负面偏好,个体容易认为负面信息更为重要,因此更易于受

表6 产权性质、企业声誉与风险承担

变量	RiskT		RiskT2	
	(1)	(2)	(3)	(4)
	国有企业	非国有企业	国有企业	非国有企业
Rep	-0.0004(-1.39)	-0.0006***(-3.89)	-0.0005(-1.07)	-0.0008***(-3.27)
Age	0.0014(1.35)	-0.0004(-0.63)	0.0026(1.39)	-0.0007(-0.56)
Lev	0.0111*** (3.24)	0.0045* (1.94)	0.0207*** (3.51)	0.0086** (2.18)
Salesgrowth	-0.0017(-1.29)	0.0003(0.31)	-0.0035(-1.61)	0.0007(0.45)
Roa	0.1103*** (6.68)	0.0979*** (9.43)	0.1937*** (6.59)	0.1529*** (8.77)
Size	-0.0007**(-2.13)	-0.0006*(-1.73)	-0.0013**(-2.17)	-0.0013**(-2.15)
Ownership	0.0008(0.56)	0.0004(0.55)	0.0016(0.70)	0.0005(0.43)
constant	0.0309*** (3.43)	0.0421*** (5.24)	0.0560*** (3.55)	0.0817*** (5.96)
Year	控制	控制	控制	控制
Industry	控制	控制	控制	控制
N	1965	5380	1965	5380
R ²	0.186	0.094	0.195	0.111
F	16.904***	16.993***	17.832***	20.782***

到负面信息的影响,从而使得个体在面对企业危机时做出更加剧烈的反应^[29]。市场化程度的提高加快了高风险投资项目失败受到利益相关者关注并做出负面反应的速度,公司声誉可能会遭受更大的损失。因此本文预期,企业声誉对风险承担行为的抑制作用在市场化程度较高的地区更为显著。

为了检验企业声誉对风险承担的影响是否受不同的市场化程度所影响,本文采用王小鲁等^[37]编制的《中国分省份市场化指数报告(2008)》中“市场化总指数”来衡量市场化程度。本文按照“市场化总指数”的年度行业中位数将样本划分为市场化程度较高组与较低组进行分组回归,表7列示了回归结果。可以看出,相比于市场化程度较低组,市场化程度较高组中企业声誉(Rep)与风险承担(RiskT/RiskT2)的回归系数均在1%的水平上显著,且T值的绝对值较大,这说明在市场化程度较高时,企业声誉对风险承担行为的抑制作用更显著,符合预期。

六、结论与启示

(一)结论

在以往的研究中,人们已经广泛讨论了声誉在

获得资源优势方面的好处。本文超越了基于资源的公司声誉视角,研究了公司声誉的行为后果,借鉴期望违背理论探讨了作为企业风险规避机制的企业声誉如何影响其战略选择。研究发现:①企业声誉与风险承担显著负相关,即企业声誉越高,风险承担水平越低;②通过中介效应检验发现,企业声誉通过促使企业实施更为有效的内部控制来抑制公司的风险承担行为;③企业声誉对风险承担的抑制作用会受到公司内外部治理机制的影响,在非国有企业和处于市场化程度高地区的企业中,企业声誉对风险承担的负向作用更显著。

(二)启示

本文通过揭示企业拥有良好声誉的长期行为后果,指出了这样一个事实:发挥正向作用需要一定的环境和条件。为了避免未能满足利益相关者的预期而遭到其报复,从而给企业带来更严重的损失,高声誉企业更倾向于采取能够规避高风险的投资策略。因此管理者需要意识到,企业声誉所能带来的与资源相关的积极效应可能会被企业战略选择的短视效应所抵消。

表7 市场化程度、企业声誉与风险承担

变量	RiskT		RiskT2	
	(1)	(2)	(3)	(4)
	市场化程度高	市场化程度低	市场化程度高	市场化程度低
Rep	-0.0007***(-4.32)	-0.0002(-0.95)	-0.0011***(-3.65)	-0.0002(-0.54)
Age	-0.0002(-0.31)	-0.0003(-0.31)	-0.0004(-0.29)	-0.0006(-0.43)
Lev	0.0075*** (2.98)	0.0040(1.38)	0.0134*** (3.12)	0.0078(1.57)
Salesgrowth	0.0001(0.11)	-0.0006(-0.48)	0.0004(0.22)	-0.0012(-0.60)
Roa	0.1118*** (9.65)	0.0837*** (6.25)	0.1770*** (9.14)	0.1374*** (5.94)
Size	-0.0007**(-2.40)	-0.0004(-1.12)	-0.0016***(-3.07)	-0.0007(-0.99)
Ownership	0.0014*(1.72)	-0.0010(-1.10)	0.0022(1.58)	-0.0017(-1.10)
Soe	-0.0035***(-4.50)	0.0001(0.17)	-0.0060***(-4.47)	0.0003(0.21)
constant	0.0447*** (5.82)	0.0334*** (3.75)	0.0883*** (6.65)	0.0601*** (3.87)
Year	控制	控制	控制	控制
Industry	控制	控制	控制	控制
N	4136	3209	4136	3209
R ²	0.135	0.098	0.148	0.116
F	18.064***	14.165***	20.512***	16.301***

参考文献:

[1]Facioo 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.
 [2]Haider J., Fang H-X.. CEO Power, Corporate Risk Taking and Role of Large Shareholders[J]. Journal of Financial Economic Policy, 2018(1): 55 ~ 72.

[3]Mishra D. R.. Multiple Large Shareholders and Corporate Risk Taking: Evidence from East Asia[J]. Corporate Governance: An International Review, 2011(6): 507 ~ 528.
 [4]Akbar S., Kharabsheh B., Poletti-Hughes J., et al.. Board Structure and Corporate Risk Taking in the UK Financial Sector[J]. International Review of Financial Analysis, 2017(50): 101 ~ 110.
 [5]Rajgopal S., Shevlin T.. Empirical Evidence on the Relation between Stock Option Compensation and Risk Taking[J].

Journal of Accounting and Economics, 2002(2): 145 ~ 171.

[6]张瑞君, 李小荣, 许年行. 货币薪酬能激励高管承担风险吗[J]. 经济理论与经济管理, 2013(8): 84 ~ 100.

[7]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(5): 107 ~ 118.

[8]Ferris S. P., Javakhadze D., Rajkovic T.. CEO Social Capital, Risk-taking and Corporate Policies[J]. Journal of Corporate Finance, 2017(47): 46 ~ 71.

[9]吴宁, 李靠队, 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(7): 144 ~ 149.

[10]Mclean R.D., Zhao M.. The Business Cycle, Investor Sentiment, and Costly External Finance[J]. The Journal of Finance, 2014(3): 1377 ~ 1409.

[11]王永海, 刘慧玲. 所得税税率变动与公司风险承受——基于我国A股上市公司的经验证据[J]. 会计研究, 2013(5): 43 ~ 50, 95.

[12]Acharya V. V., Amihud Y., Litovl L.. Creditor Rights and Corporate Risk-taking[J]. Journal of Financial Economics, 2011(1): 150 ~ 166.

[13]Petkova A. P., Wadhwa A., Yao X., et al.. Reputation and Decision Making under Ambiguity: A Study of U.S. Venture Capital Firms' Investments in the Emerging Clean Energy Sector[J]. Academy of Management Journal, 2014(2): 422 ~ 448.

[14]Rhee M., Haunschild P. R.. The Liability of Good Reputation: A Study of Product Recalls in the U.S. Automobile Industry[J]. Organization Science, 2006(1): 101 ~ 117.

[15]Haleblian J. J., Pfarrer M. D., Kiley J. T.. High-reputation Firms and Their Differential Acquisition Behaviors[J]. Strategic Management Journal, 2017(11): 2237 ~ 2254.

[16]Roberts P. W., Dowling G. R.. Corporate Reputation and Sustained Superior Financial Performance: Reputation and Persistent Profitability[J]. Strategic Management Journal, 2002(12): 1077 ~ 1093.

[17]刘睿智, 张鲁秀. 企业声誉、研发投入与企业绩效[J]. 财经问题研究, 2018(8): 105 ~ 111.

[18]Höflinger P. J., Nagel C., Sandner P.. Reputation for Technological Innovation: Does It Actually Cohere with Innovative Activity?[J]. Journal of Innovation & Knowledge, 2018(1): 26 ~ 39.

[19]Mishina Y., Dykes B. J., Block E. S., et al.. Why "Good" Firms Do Bad Things: The Effects of High Aspirations, High Expectations, and Prominence on the Incidence of Corporate Illegality[J]. Academy of Management Journal, 2010(4): 701 ~ 722.

[20]薛超凯, 党兴华, 任宗强. 风险投资机构声誉对其投资决策的影响[J]. 科技进步与对策, 2018(14): 1 ~ 7.

[21]Jones G. H., Jones B. H., Little E. P.. Reputation as Reservoir: Buffering Against Loss in Times of Economic Crisis[J]. Corporate Reputation Review, 2000(1): 21 ~ 29.

[22]Godfrey P.C., Merrill C. B., Hansen J. M.. The Relation-

ship between Corporate Social Responsibility and Shareholder Value: An Empirical Test of the Risk Management Hypothesis[J]. Strategic Management Journal, 2009(4): 425 ~ 445.

[23]郑海东, 赵丹丹, 张音等. 企业社会责任缺失行为公众反应的案例研究[J]. 管理学报, 2017(12): 1747 ~ 1756.

[24]Parker O., Krause R., Devers C. E.. How Firm Reputation Shapes Managerial Discretion[J]. Academy of Management Review, 2019(2): 254 ~ 278.

[25]王晓玉. 产品危机中品牌资产的作用研究[J]. 当代经济管理, 2011(1): 34 ~ 40.

[26]Zavyalova A., Pfarrer M. D., Reger R. K., et al.. Reputation as a Benefit and a Burden? How Stakeholders' Organizational Identification Affects the Role of Reputation Following a Negative Event[J]. Academy of Management Journal, 2016(1): 253 ~ 276.

[27]Bundy J., Pfarrer M. D.. A Burden of Responsibility: The Role of Social Approval at the Onset of a Crisis[J]. Academy of Management Review, 2015(3): 345 ~ 369.

[28]Topaloglu O., Gokalp O. N.. How Brand Concept Affects Consumer Response to Product Recalls: A Longitudinal Study in the U.S. Auto Industry[J]. Journal of Business Research, 2018(88): 245 ~ 254.

[29]Wei J., Ouyang Z., Chen H. A.. Well Known or Well Liked? The Effects of Corporate Reputation on Firm Value at the Onset of a Corporate Crisis: The Effects of Corporate Reputation on Firm Value[J]. Strategic Management Journal, 2017(10): 2103 ~ 2120.

[30]Riquelme I., Roman S., Cuestas-Diaz P. J., et al.. The Dark Side of Good Reputation and Loyalty in Online Retailing: When Trust Leads to Retaliation through Price Unfairness[Z]. SSRN Electronic Journal, 2019.

[31]Grunwald G., Hempelmann B.. Impacts of Reputation for Quality on Perceptions of Company Responsibility and Product-related Dangers in Times of Product-recall and Public Complaints Crises: Results from an Empirical Investigation[J]. Corporate Reputation Review, 2010(4): 264 ~ 283.

[32]管考磊, 张蕊. 企业声誉与盈余管理: 有效契约观还是寻租观[J]. 会计研究, 2019(1): 59 ~ 64.

[33]Faccio M., Mura R., Marchica M-T.. Large Shareholder Diversification and Corporate Risk-taking[Z]. SSRN Electronic Journal, 2011.

[34]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.

[35]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(1): 57 ~ 63, 95.

[36]Heugens P.. Fame & Fortune: How Successful Companies Build Winning Reputations[J]. Corporate Reputation Review, 2004(4): 390 ~ 395.

[37]王小鲁, 樊纲, 胡本鹏. 中国分省份市场化指数报告(2008)[M]. 北京: 社会科学文献出版社, 2019: 1 ~ 223.