

母子公司距离、风险承担与公司效率*

李彬 郑雯

(西安交通大学经济与金融学院,陕西 西安 710061)

内容提要:上市公司地域多元化扩大了母子公司空间地理的距离和制度环境的差异。本文从空间地理和制度环境两个方面刻画母子公司距离,以我国A股市场上市公司为研究对象,考察母子公司距离、风险承担与公司效率之间的关系。研究发现:母子公司距离不仅对企业风险承担具有显著的激励作用,而且对公司效率提升具有明显的促进作用;企业风险承担有助于改善公司效率。进一步研究发现,企业风险承担在母子公司距离与公司效率之间的关系中起到了重要的中介效应。本文不仅将上市公司多元化研究细化至母子公司空间地理和制度环境层面,而且为上市公司正确认识和实施地域多元化战略提供了借鉴和参考。

关键词:空间地理距离 制度环境距离 风险承担 公司效率

中图分类号:F276.6 **文献标志码:**A **文章编号:**1002—5766(2018)04—0050—19

一、引言

以“‘一带一路’建设”为纲,“京津冀一体化”和“长江经济带发展”作目,中国政府纲举目张的战略导向为企业地域多元化经营提供了前所未有的机遇,同时也对企业的开拓进取精神和风险担当意识提出了更高的要求。上市公司作为中国企业的排头兵,积极践行国家宏观战略责无旁贷。然而,学术界关于多元化经营是“馅饼”还是“陷阱”众说纷纭,尚无定论。上述争论不仅动摇了上市公司“撸起袖子加油干,甩开膀子多元战”的风险担当积极性,而且不利于国家宏观战略的顺利推进。我国幅员辽阔,自然条件和资源分布不平衡,人文、历史和经济水平的差异使得区域发展和制度环境呈现出明显的非均衡状态(樊纲等,2011)^[1]。母子公司距离是企业地域多元化战略下的母子公司在交互的生产经营活动和价值创造过程中所面临的空間地理、制度环境和文化等方面的离散程度或差异性特征。地域多元化战略的实施则扩大了母子公司在空間地理和制度环境上的距离。风险承担是在企业面临不确定性的情况下,对风险所能承受的水平,它体现了企业对风险的规避程度和应对能力(Dess和Lumpkin,2005^[2];Acharya等,2011^[3];Boubakri等,2013^[4])。多元化的组织理性假说指出,多元化布局可以帮助企业获取或控制更多资源,降低经营的不确定性,增强抗击风险的能力(Larsson,1990)^[5]。资源基础理论认为,地域多元化作为企业获取稀缺资源的重要战略手段,有助于企业优化、整合资源,提升资源配置效率(Teece,1982)^[6]。那么,母子公司空間地理距离和制度环境距离作为地域多元化战略实施的结果,是否对企业风险承担行为产生影响?

收稿日期:2017-12-12

*基金项目:国家自然科学基金项目“母子公司距离、财务报告质量与资源配置效率”(71572144);教育部重大攻关项目“新常态下中国经济运行机制的变革与中国宏观调控模式重构研究”(15JZD012)。

作者简介:李彬(1977-),男,河南正阳人,副教授,管理学博士,研究领域是资本市场财务,电子邮箱:libin2010@mail.xjtu.edu.cn;郑雯(1992-),女,陕西渭南人,博士研究生,研究领域是公司治理与财务,电子邮箱:zhengwen610@163.com。通讯作者:李彬。

母子公司距离与公司效率呈现何种关系?进一步地,在母子公司距离和公司效率的关系中,风险承担是否具有中介效应?上述问题的回答,不仅有助于强化企业践行国家宏观战略和实施地域多元化经营信念,而且有助于丰富地域多元化和企业风险承担的研究内容。

本文以我国A股市场上市公司作为研究对象,从母子公司空间地理距离和制度环境距离两个方面来刻画母子公司距离,考察母子公司距离与企业风险承担水平和公司效率的关系,揭示企业风险承担对公司效率的影响,探讨企业风险承担在母子公司距离和公司效率的关系中是否具有中介效应。研究发现,母子公司距离不仅对企业风险承担具有显著的激励作用,而且对公司效率提升具有明显的促进作用;企业风险承担有助于改善公司效率。进一步研究发现,企业风险承担在母子公司距离与公司效率之间的关系中起到了重要的中介效应。本文的研究表明,上市公司地域多元化战略对企业风险承担能力的增强和公司效率的提升具有积极意义。

本文的贡献主要包括以下三个方面:第一,本文基于中国现实情境,探讨母子公司距离对风险承担和公司效率的影响,不仅发现了母子公司空间地理距离和制度环境距离对企业决策的影响,缓解了已有文献对母子公司空间地理分散和制度环境差异的关注不足,而且将地域多元化研究从公司整体层面细化至母子公司层面,为地域多元化研究提供了新的思路和方法。第二,已有风险承担的研究较少关注企业地域多元化战略的影响,本文手工收集了地域多元化企业母子公司地理位置数据,从母子公司空间地理距离和制度环境距离两个方面,探讨了母子公司距离对企业风险承担的影响,丰富了风险承担影响因素的研究维度。第三,“多元化溢价”和“多元化折价”一直是学术界争论的焦点。本文研究表明,母子公司距离对公司效率有显著的正向影响,为企业“多元化溢价”提供了新的佐证。此外,地域多元化的经济后果研究往往聚焦于管理学层面的经营业绩和公司价值等,而本文将其扩展至经济学层面的投入产出效率,丰富了地域多元化经济后果的研究内容。

二、文献回顾

国内外对企业风险承担问题的探讨如火如荼,研究内容主要集中在企业风险承担的影响因素和经济后果方面。(1)从宏观层面看,外部环境中的经济运行状况、区域制度差异和文化环境等因素对企业风险承担水平产生影响。例如,Arif和Lee(2014)^[7]研究发现,宏观经济环境是企业开展经营活动的重要基础,当外部宏观经济状况处于增长长期时,潜在投资机会增多,企业将表现出更高的风险承担倾向。区域制度差异与企业风险承担关系的研究则体现在对管理层决策的影响上。例如,John等(2008)^[8]发现,投资者保护力度的加大有助于约束管理层风险规避行为,提高企业投资的可能性以及风险承担水平,降低银行和政府对企业投资决策的影响。张三保和张志学(2012)^[9]的研究表明,地区制度差异通过影响CEO的管理自主权,从而对企业的风险承担水平产生影响。在文化环境上,Li等(2013)^[10]指出,社会文化作为一种非正式制度对企业风险承担产生作用,具体而言,与强调集体主义的环境相比,在强调个人主义的文化环境中,企业的风险承担水平更高。(2)从企业层面看,股权构成、产权性质和生命周期阶段等都是企业风险承担的影响因素。大股东持股比例越高的企业,风险规避倾向越强烈,表现出的风险承担水平也越低(Faccio等,2011)^[11]。国有股权占比越高,企业风险承担水平越低,而外资股权比例则对风险承担有显著的正向影响(Jeffrey等,2006)^[12]。Habib和Hasan(2017)^[13]发现,企业生命周期会影响风险承担水平,处在发展期和衰退期的企业,面临的外部生存压力较大,为获取和维持市场竞争地位,往往具有较高的风险承担倾向,采取较为激进的投资策略;而处在成长期和成熟期的企业,市场地位较为稳定,风险承担水平则相对较低。(3)从公司治理层面看,董事长和CEO的两职分离、较高的董事会独立性将对管理层形成有效的监督,降低管理层的风险逃避程度(Su和Lee,2013^[14];Kim和Buchanan,2011^[15]);薪酬激励能够提高管理层与股东的利益一致性,提升企业风险承担水平(张瑞君等,

2013)^[16]。但是,股权激励与风险承担之间则呈倒“U”型关系,随着股权激励水平的提高,企业的风险承担水平呈现先上升后下降的趋势(李小荣和张瑞君,2014)^[17]。此外,管理者性别、性格、学历和经历等个体特征也会对企业风险承担水平产生影响。(4)在经济后果方面,学术界主要聚焦于风险承担对企业价值和资本配置效率等的影响。例如,余明桂等(2013)^[18]认为,风险承担是一种积极行为,为企业带来较好的成长性、更容易获得市场认可,提升市场价值。Hirshleife等(2012)^[19]指出企业的风险性投资往往都是创新性的投资项目,有利于企业技术进步,提高企业生产率。Faccio等(2016)^[20]则指出,风险承担水平是管理者捕捉投资机会能力的体现,若管理者能够有效判断和识别投资机会,合理配置企业资源,这将有助于企业效率的提升。

多元化经营一直是学术研究的热点问题。学者们发现,企业多元化提高了信息不对称和代理成本,对企业盈余管理(Vasilescu和Millo,2016)^[21]和企业价值(戴德明和邓璠,2008)^[22]等产生影响。例如,Singh等(2010)^[23]认为,多元化战略造成了组织机构复杂度的上升和委托代理冲突的升级,为企业管理层获取私利提供了便利性,管理者可能运用投资途径来加大对自由现金流的支配权,从而在企业扩张的过程中侵占股东权益。此外,学术界关于“多元化溢价”和“多元化折价”的争论并未达成共识。持积极态度的学者认为,多元化战略能够帮助企业分散经营风险,获取稀缺资源并利用内部资本市场有效支配资源,实现价值创造和多元化溢价(Hubbard和Palia,1999)^[24];持消极态度的学者则认为,多元化经营导致企业委托代理冲突加剧,组织管理和协调能力下降,降低经营效率并破坏企业价值,造成多元化折价。从现有文献来看,多元化经营在帮助企业实现规模经济和协同效应的同时,也无形中影响了企业的决策行为与绩效。但是,已有文献往往基于企业整体层面,从管理学视角考察多元化对经营绩效和企业价值的影响,较少涉及经济学层面的投入产出效率,使得其经济后果的揭示过于狭隘。

通过上述文献梳理可以看出,已有的企业风险承担影响因素的研究主要基于委托代理框架,聚焦于外部环境、企业特质或公司治理机制等方面,忽视了母子公司在空间地理的分散和制度环境的差异对风险承担的影响。此外,学术界关于企业地域多元化和企业风险承担的经济后果研究,侧重于经营业绩和企业价值等管理学层面,较少揭示其对经济学层面的投入产出效率的影响。基于此,本文将从母子公司空间地理距离和制度环境距离角度探讨地域多元化与企业风险承担的关系,揭示其对公司效率的影响。

三、理论分析与研究假设

1. 母子公司距离和风险承担

上市公司地域多元化战略的实施,造成母子公司空间地理上的分散和制度环境上的差异。从融资约束视角来看,母子公司距离对缓解企业融资约束具有“双重效应”:既有助于企业整合内源融资资源,也有利于企业扩宽外源融资渠道。在稳定、充裕和持续的现金流为支撑和后盾的背景下,企业抵御和应对风险的能力大为增强,企业承担风险的意愿和倾向更为明显。具体而言:(1)基于企业内部:根据内部资本市场理论,伴随着地域多元化经营,母子公司的分散促进了企业内部资本市场的建构和完善,缓解了企业因内外部信息不对称而无法按照合理成本进行外源融资的困境(杨畅和庞瑞芝,2017)^[25],激发了企业进行研发投入等风险性投资的积极性。(2)基于企业外部:在“以经济建设为中心,把发展作为第一要务”的宏观背景下,地方政府为促进当地经济发展,通过融资平台优化、资源优先配置和税收优惠等“筑巢引凤”政策进行招商引资的热情日益高涨,力度也日益加大。随着母子公司空间地理距离和制度环境距离的增大,上市公司所享受到的地方政府优惠政策的范围和力度更为广泛和深入,外源融资的渠道和平台更为多样和稳固,为企业风险承担能力的提升提供了保障。

从区域差异性来看,中国特有的自然资源、人文地理和社会经济等区域差异性特征,为地域多元化企业提供了巨大的市场潜力和良好的发展前景。内生金融理论指出,金融体系具有聚集社会闲散资金和识别投资机会的作用。发达地区金融中介的发展有助于企业获取优质的外源融资,同时,良好的市场环境和法规制度也为资金借出者提供安慰剂。而不发达地区往往被赋予了得天独厚的自然资源和潜在的市场机遇。随着母子公司在空间地理和制度环境上的距离增加,母子公司可以充分利用区域差异性特征,积极识别、挖掘和拓展市场机会,增强参与或主导优质项目的可能性,实现资金与资源、市场与机遇的优势互补,这对企业风险承担能力的提升大有裨益。

柔性管理理论和权变理论指出,基层组织应被授予独立处理问题的权限,发挥组织成员的创造性,提升企业应对外部环境复杂性与易变性的能力。随着母子公司距离的增大,企业组织结构的复杂性和经营模式的多样性大幅提高,企业内部信息传递的及时性呈现衰减趋势(Vasilescu和Millo, 2016)^[21]。为了缓解决策信息的时滞性、提升企业经营的随机变化能力,子公司管理层将被赋予更多的自主决策权限,子公司的经营更能体现出“依具体情况而定”“随具体情境而变”的柔性管理特征,增强了企业应对和承担风险的柔韧度。因此,本文提出如下假设:

H₁:母子公司距离越大,企业风险承担水平越高。

2. 母子公司距离和公司效率

资源依赖理论不仅强调资源的汲取是组织生存的基础,而且认为资源的选择和积累是企业进行战略抉择的重要因素,组织的目标应当集中在资源特性和战略要素市场上。要素市场的不完善性虽然为关键资源的获取、模仿和替代增加了障碍,但是,也为企业提供了资源选择和配置的弹性与机遇。母子公司跨地域分布不仅有助于解决区域集中所造成的资源稀缺或单一等问题,而且有利于企业整合资源,降低要素成本,获取溢价,实现企业效率的提升(Matsusaka, 2001)^[26]。交易成本理论指出,地域多元化经营可以有效降低外部市场机制缺陷所造成的高昂交易成本,缓解专业化经营风险,促进企业实现范围经济,提升公司效率(Hoskisson和Hitt, 1990)^[27]。作为地域多元化经营的结果——母子公司的地域分散,意味着其所处地区的自然禀赋和区位特征不尽相同,这为企业管理者按照不同地区的比较优势和资源禀赋实现生产流程的合理布局、节约生产成本提供了途径,而且为企业通过横向补贴或互利交换等方式获得整体竞争优势,实现资源整合和配置效率的提升提供了契机(Melo等, 2009)^[28]。此外,地域多元化有助于激发企业内部资本市场的活力、促进内源融资的整合和优化,提高企业战略与经营环境的匹配程度(陈艳利等, 2014)^[29],巩固企业竞争优势和市场地位,提升资源配置效率(赵凤等, 2012)^[30]。综上所述,在中国地域发展非均衡的背景下,母子公司在空间地理和制度环境的分散,缓解了企业资源汲取过于单一的窘况,降低了要素获取的成本,促进了企业资源的合理调配与高效利用,提升了其资源投入产出的效率。因此,本文提出如下假设:

H₂:母子公司距离越大,公司效率越高。

3. 风险承担和公司效率

创业导向的战略管理理论认为,具有风险承担意识的企业通常未雨绸缪,居安思危,能够积极主动地挖掘、创造和捕获投资机会,愿意将更多的资源投入到高风险高收益的项目中,以期在瞬息万变的市场中提升公司效率,实现资产保值和增值目标(Rauch等, 2009)^[31]。创新意味着资源的整合、流程的再造,对企业风险承担提出了更高的要求。内生经济理论指出,与物资资本边际生产率递减相比,知识资本的边际生产率却是递增的(Romer, 1986)^[32]。研发投入和技术创新等风险性投资行为是企业发展的不竭源泉,企业风险承担水平的提升、风险担当能力的增强,不仅有助于企业吸引更多的优质资源,降低运营资本,而且有利于培育核心竞争力,获取竞争优势和超额利润,提升企业经营效率(Hirshleifer等, 2012)^[19]。企业风险承担对企业资源配置效率的积极作用日益

凸显。众所周知,新知识与新技术并不会自发地溢出,而风险承担则是企业进行技术革新和换代升级的催化剂和推进力,是联结资源整合、技术创新和企业增长的重要桥梁和纽带。面对日新月异的科技进步和波诡云谲的市场竞争,开拓进取和勇于创新的风险担当精神能够有效激励组织学习新知识、加速知识的传播和共享,实现新技术的转化和新产品的开发,提升企业资源配置的效率(余明桂等,2013^[33];Zahra等,1999^[34])。可以看出,企业风险承担意识越强,企业创新的积极性、资源整合的力度越强(Lyles等,2004)^[35],公司效率的提升也更为明显。因此,本文提出如下假设:

H₃:企业风险承担对公司效率具有提升作用。

四、研究设计

1. 样本和数据

我国自2006年全面实施新会计准则。为保持数据的一致性和可比性,本文的样本研究区间为2006-2015年。本文以我国A股市场上上市公司为研究对象,采用中国证监会发布的上市公司行业分类标准,对样本进行行业划分。鉴于金融保险业的经营特殊性,将其剔除,得到批发零售、综合类、传播与文化、建筑、电煤水、交通运输仓储、农林牧渔、信息技术、采掘、制造、社会服务、房地产12个行业。同时,基于会计持续经营假设,剔除主营业务收入为零或为负以及所有者权益为负的年度样本,最终获得9988个年度样本。为缓解极端值的影响,所有连续变量均经过了上下各1%的Winsorize处理。数据来源于2016CSMAR研究数据库和2016RESSET数据库,母子公司空间地理距离基于手工收集母子公司所在地的经纬度数据计算得出。数据分析采用STATA13.0软件。

2. 变量定义和说明

(1)母子公司距离(*PSD*)。本文通过母子公司空间地理距离(*PGD*)和母子公司制度环境距离(*PED*)来度量母子公司距离。

1)母子公司空间地理距离(*PGD*)。首先,计算上市公司每一家子公司与其母公司之间的地理距离。依据(1)式和(2)式,采用母公司和子公司的经纬度数据,计算上市公司每一家子公司与其母公司之间的地理距离;其次,计算母公司与子公司距离的标准差。基于第一步计算得出的每一家子公司与其母公司的地理距离,按(3)式计算母公司与子公司距离的标准差。最后,计算母子公司空间地理距离。鉴于上一步计算得出的标准差数值较大,取千分之一作为母子公司空间地理距离的度量指标。*PGD_{it}*数值越大,代表上市公司*i*在*t*年度中母子公司在空间地理上越分散,母子公司空间地理距离越大。

$$D_{psj} = \arccos(\Delta_{psj}) \times \pi r / 180 \quad (1)$$

$$\begin{aligned} \Delta_{psj} = & \cos(lat_p) \times \cos(lat_{sj}) \times \sin(lon_p) \times \sin(lon_{sj}) + \cos(lat_p) \times \cos(lon_p) \\ & \times \cos(lat_{sj}) \times \cos(lon_{sj}) + \sin(lat_p) \times \sin(lat_{sj}) \end{aligned} \quad (2)$$

$$PGD_{it} = 0.001 \times \sqrt{\left[\sum_{j=1}^n (D_{psj} - \bar{D})^2 \right] / n} \quad (3)$$

式中,下标*p*表示样本内每一家上市公司中的母公司;下标*s_j*表示母公司*p*下属的第*j*个子公司;*D_{psj}*表示母公司*p*到其下属的第*j*个子公司的空间地理距离;*n*表示母公司*p*下属子公司的个数; π 表示圆周率;*r*表示赤道半径,取值为6378千米;*lat*和*lon*分别表示公司所处的纬度和经度。

2)母子公司制度环境距离(*PED*)。首先,计算上市公司每一家子公司与其母公司之间的制度环境差异,即计算每一家子公司所在省份的市场化指数与其母公司所在省份的市场化指数的差值*MI_{psj}*。其次,计算母子公司制度环境距离。根据每一家子公司与其母公司所在省份的市场化指数差值*MI_{psj}*,采用(4)式计算上市公司*i*在*t*年度的母子公司制度环境差异的标准差,度量母子公司

制度环境距离(PED_{it})。 PED_{it} 数值越大,代表上市公司*i*在*t*年度中母子公司在制度环境上差异越大,母子公司制度环境距离越大。

$$PED_{it} = \sqrt{\left[\sum_{j=1}^n (MI_{psj} - \overline{MI})^2 \right] / n} \quad (4)$$

式中,下标*p*表示样本内每一家上市公司中的母公司;下标*s_j*表示母公司*p*下属的第*j*个子公司;*n*表示母公司*p*下属子公司的个数; MI_{psj} 表示第*j*个子公司与其母公司*p*的制度环境差异。

(2)风险承担(*RISK*)。已有研究对风险承担的度量主要采用盈利波动性(John等,2008^[8]; Faccio等,2016^[20])、股票回报波动率(Bhagat等,2015^[36])和间接指标(例如负债状况和研发情况等)(Coles等,2006^[37];Faccio等,2016^[20])。鉴于中国股票市场波动性较大、非创新型企业的研发支出数据缺失(宋建波等,2017^[38])和信贷资源分配不均衡(陆正飞等,2009^[39];徐思远和洪占卿,2016^[40])等问题,本文采用盈利波动性测度风险承担。具体包括以下两种方式:1)使用盈利波动性来衡量风险承担水平(*RISK1*),即连续五年的经行业和年度均值调整后的资产收益率的标准差。 ROA_{it} 为企业*i*在年度*t*的总资产收益率,计算方法为息税前利润与年初资产的比值。在此基础上,逐年进行行业调整,得到经行业调整后的总资产收益率*IROA_{it}*。最后,以五年为一个观测时段,采用滚动的方式计算*IROA*的标准差,计算公式如(5)式所示,其中*N*=5。2)采用*IROA*的五年移动平均极差(最大值与最小值之差)来度量企业风险承担水平(*RISK2*),如(6)式所示。

$$RISK1_{it} = \sqrt{\frac{1}{N-1} \sum_{i=1}^N (IROA_{it} - \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N IROA_{it})^2} \quad (5)$$

$$RISK2_{it} = \frac{1}{N} \left[\max_{n \in [-2,2]} (IROA_{it+n}) - \min_{n \in [-2,2]} (IROA_{it+n}) \right] \quad (6)$$

(3)公司效率(*COE*)。借鉴已有研究(孙兆斌,2006^[41];何枫和陈荣,2008^[42];苏冬蔚和贺星星,2011^[43]),采用随机前沿分析方法来测算公司效率。在非完美市场下企业产出并不是最优水平,此时企业的实际产出如(7)式所示。

$$\ln PROF_{it} = \beta_0 + \beta_1 \ln FA_{it} + \beta_2 \ln PE_{it} + v_{it} - \mu_{it} \quad (7)$$

其中,*PROF*表示企业利润总额,*FA*和*PE*分别表示企业的固定资产净额和年末雇员人数。 v_{it} 和 μ_{it} 表示混合干扰,其中 v_{it} 为常规意义上的随机干扰项,服从均值为零的正态分布; μ_{it} 表示无效率的干扰项,本文假设 $\mu_{it} = \eta_{it} \mu_i = \{ \exp[-\eta(t-T)] \} \mu_i$,其中 $\mu_i \sim (\mu, \sigma^2)$,本文采用最大似然法估计 μ_{it} ,并在此基础上构造“产出效率指数”(*COE*)测算公司效率。*COE*表示公司的实际产出与最优产出的偏离程度,如(8)式所示。

$$COE_{it} = E[\exp(-\eta_{it} \mu_i)] \quad (8)$$

式中, $\eta_{it} = \exp[-\eta(t-T)]$,*COE*在0和1之间,当 $COE_{it} = 1$ 时, $\mu_{it} \rightarrow 0$,表示该企业的生产点处于前沿线上;当 $0 < COE_{it} < 1$, $\mu_{it} > 0$,表示企业的生产点位于前沿之下。

(4)控制变量。为控制公司个体差异性对研究结果的影响,本文借鉴已有研究,选取以下控制变量:1)成长状况(*GROW*):本文使用上市公司营业收入增长率反映成长状况,企业营业收入增长越快,说明企业的业务发展能力较强(Faccio等,2016)^[20];2)公司规模(*SIZE*):风险承担水平受到公司规模的影响(Low,2009)^[44],本文使用上市公司营业收入的自然对数反映企业规模;3)杠杆率(*DPA*):本文使用上市公司的资产负债率衡量杠杆率,反映企业财务压力的大小(John等,2008^[8];Boubakri等,2013^[4]);4)会计弹性(*AF*):本文运用期初净经营资产与营业收入的比值反映会计弹性,其中净经营资产等于经营性资产减去经营性负债;5)审计意见类型(*OPIN*):审计意见类型为标准无保留意见,*OPIN*取值为1,否则为0;6)会计师事务所规模(*PAF*):如果会计师事务所为国际四大会计师事务所,*PAF*取值为1,否则为0(Shi等,2015)^[45];7)年度(*YEAR*)和行业(*INDU*)虚拟

变量,控制时间和行业差异对回归结果的影响。

具体的变量界定如表 1 所示:

表 1 变量计算与说明

变量符号	变量名称	变量说明
<i>PSD</i>	母子公司空间地理距离(<i>PGD</i>)	母子公司空间地理距离标准差的千分之一
	母子公司制度环境距离(<i>PED</i>)	母子公司制度环境距离标准差
<i>RISK</i>	风险承担水平(<i>RISK1</i>)	经行业 and 年度均值调整后的资产收益率的波动性
	风险承担水平(<i>RISK2</i>)	经行业 and 年度均值调整后的资产收益率最大值与最小值之差
<i>COE</i>	公司效率	基于随机前沿分析模型估算的公司效率
<i>GROW</i>	企业成长性	营业收入增长率
<i>SIZE</i>	企业规模	营业收入的自然对数
<i>DPA</i>	杠杆率	资产负债率
<i>AF</i>	会计弹性	期初净经营资产与营业收入的比值
<i>OPIN</i>	审计意见类型	标准无保留意见为 1,其他为 0
<i>PAF</i>	会计师事务所规模	属于国际四大会计师事务所(2002 年开始为四大)为 1,否则为 0

资料来源:本文整理

3. 模型设定

为检验假设 H_1 、假设 H_2 和假设 H_3 的成立性,本文在控制公司个体特征、年度和行业等因素的基础上构建如下回归模型。

$$\begin{aligned}
 RISK_{it} = & \beta_0 + \beta_1 PSD_{it} + \beta_2 GROW_{it} + \beta_3 SIZE_{it} + \beta_4 DPA_{it} + \beta_5 AF_{it} \\
 & + \beta_6 OPIN_{it} + \beta_7 PAF_{it} + \beta_8 \sum YEAR + \beta_9 \\
 & \sum INDU + \mu_{it}
 \end{aligned} \quad (9)$$

回归模型(9)用于检验假设 H_1 的成立性,其中被解释变量 *RISK* 表示企业风险承担水平,依次包括 *RISK1* 和 *RISK2*;解释变量 *PSD* 表示母子公司距离,包括母子公司空间地理距离(*PGD*)和母子公司制度环境距离(*PED*)。如果回归系数 β_1 显著为正,则说明母子公司距离对企业风险承担水平具有显著的正向影响。

$$\begin{aligned}
 COE_{it} = & \delta_0 + \delta_1 PSD_{it} + \delta_2 GROW_{it} + \delta_3 SIZE_{it} + \delta_4 DPA_{it} + \delta_5 AF_{it} \\
 & + \delta_6 OPIN_{it} + \delta_7 PAF_{it} + \delta_8 \sum YEAR + \delta_9 \\
 & \sum INDU + \mu_{it}
 \end{aligned} \quad (10)$$

回归模型(10)用于检验假设 H_2 的成立性。如果回归系数 δ_1 显著为正,则说明母子公司距离对公司效率具有显著的正向影响。

$$\begin{aligned}
 COE_{it} = & \chi_0 + \chi_1 RISK_{it} + \chi_2 GROW_{it} + \chi_3 SIZE_{it} + \chi_4 DPA_{it} + \chi_5 AF_{it} \\
 & + \chi_6 OPIN_{it} + \chi_7 PAF_{it} + \chi_8 \sum YEAR + \chi_9 \\
 & \sum INDU + \mu_{it}
 \end{aligned} \quad (11)$$

回归模型(11)用于检验假设 H_3 的成立性。如果回归系数 χ_1 显著为正,则说明风险承担对公司效率提升具有显著的正向影响。在模型(9)、模型(10)和模型(11)中, β 、 δ 和 χ 分别表示回归系数,*YEAR* 表示年度虚拟变量,*INDU* 表示行业虚拟变量, μ 为残差项。

五、实证结果与分析

1. 描述性统计和相关性分析

主要变量的描述性统计结果如表 2 所示。可以看出,母子公司空间地理距离(*PGD*)的均值和中值分别为 0.525 和 0.512,说明地域多元化上市企业母公司和子公司在空间地理上分散较为普遍。母子公司制度环境距离(*PED*)的均值和中值分别为 1.366 和 1.413,说明母子公司所处地区的制度环境差异明显。风险承担(*RISK1* 和 *RISK2*)的最小值分别为 0.007 和 0.015,对应的最大值分别为 0.175 和 0.443,说明上市公司的风险承担水平存在着较大差异。公司效率(*COE*)的均值和中值分别为 0.053 和 0.030,表明公司效率整体水平不高,有待提升。在控制变量方面,企业成长状况(*GROW*)的最小值和最大值分别为 -1.099 和 1.334,标准差为 0.306,说明上市公司的成长状况差异较大。企业规模(*SIZE*)、杠杆率(*DPA*)、会计弹性(*AF*)的对应均值分别为 20.854、0.457 和 0.693,对应的中值分别为 20.905、0.463 和 0.345。审计意见类型(*OPIN*)的均值和中值分别为 0.961 和 1.000,表明上市公司财务报告的审计意见以标准无保留意见为主导。会计师事务所规模(*PAF*)的均值和中值分别为 0.039 和 0,表明上市公司主要聘请非国际四大会计师事务所进行财务报告审计。

表 2 主要变量的描述性统计

变量符号	样本量	均值	中值	最小值	最大值	标准差	方差
<i>PGD</i>	9988	0.525	0.512	0.000	1.390	0.291	0.084
<i>PED</i>	9988	1.366	1.413	0.000	3.385	0.765	0.585
<i>RISK1</i>	9988	0.050	0.037	0.007	0.175	0.038	0.002
<i>RISK2</i>	9988	0.122	0.089	0.015	0.443	0.093	0.009
<i>COE</i>	9988	0.053	0.030	0.001	0.829	0.077	0.006
<i>GROW</i>	9988	0.043	0.026	-1.099	1.334	0.306	0.094
<i>SIZE</i>	9988	20.854	20.905	14.792	24.964	1.716	2.944
<i>DPA</i>	9988	0.457	0.463	0.028	0.979	0.218	0.048
<i>AF</i>	9988	0.693	0.345	-0.172	7.720	1.121	1.257
<i>OPIN</i>	9988	0.961	1.000	0.000	1.000	0.194	0.038
<i>PAF</i>	9988	0.039	0.000	0.000	1.000	0.193	0.037

资料来源:本文整理

主要变量的相关性分析结果如表 3 所示。可以看出,母子公司空间地理距离(*PGD*)与风险承担水平(*RISK1* 和 *RISK2*)相关性系数分别为 0.023 和 0.020,均在 5% 的显著性水平上显著;母子公司制度环境距离(*PED*)与风险承担水平(*RISK1* 和 *RISK2*)相关性系数分别为 0.033 和 0.030,均在 1% 的显著性水平上显著,表明母子公司距离越大,企业风险承担水平越高,假设 H_1 得到初步验证。母子公司空间地理距离(*PGD*)、母子公司制度环境距离(*PED*)与公司效率(*COE*)相关性系数分别为 0.053 和 0.040,均在 1% 显著性水平上显著,说明母子公司距离越大,公司效率越高,假设 H_2 得到初步验证。风险承担水平(*RISK1* 和 *RISK2*)与公司效率(*COE*)的相关系数分别为 0.038 和 0.029,均在 1% 的显著性水平上显著,说明风险承担水平和公司效率呈现正相关关系,假设 H_3 得到初步验证。此外,本文还进行了多重共线性检验,结果表明,方差膨胀因子均小于 10,其所对应的容忍度均大于 0.1,说明不存在严重的多重共线性问题。

表3 主要变量的相关性分析

变量	<i>PGD</i>	<i>PED</i>	<i>RISK1</i>	<i>RISK2</i>	<i>COE</i>	<i>GROW</i>	<i>SIZE</i>	<i>DPA</i>	<i>AF</i>	<i>OPIN</i>	<i>PAF</i>
<i>PGD</i>	1										
<i>PED</i>	0.491***	1									
<i>RISK1</i>	0.023**	0.033***	1								
<i>RISK2</i>	0.020**	0.030***	0.988***	1							
<i>COE</i>	0.053***	0.040***	0.038***	0.029***	1						
<i>GROW</i>	-0.005	-0.009	0.008	0.005	0.041***	1					
<i>SIZE</i>	0.008	0.014	-0.156***	-0.161***	0.352***	0.302***	1				
<i>DPA</i>	-0.030***	-0.012	0.143***	0.144***	-0.047***	0.111***	0.333***	1			
<i>AF</i>	0.011	-0.027***	0.050***	0.056***	-0.060***	0.026***	-0.280***	-0.025**	1		
<i>OPIN</i>	0.014	0.006	-0.177***	-0.182***	0.098***	0.057***	0.136***	-0.190***	-0.075***	1	
<i>PAF</i>	0.033***	0.055***	0.007	0.005	0.401***	0.001	0.240***	0.045***	-0.045***	0.027***	1

注:***、**和*分别表示在1%、5%和10%水平上显著

资料来源:本文整理

2. 母子公司距离和风险承担关系的回归结果

模型(9)的回归结果如表4所示,通过多元回归分析方法,检验母子公司距离对企业风险承担水平的影响。其中,列(1)~列(4)报告了被解释变量为 *RISK1* 的回归结果,列(1)和列(2)检验了母子公司空间地理距离(*PGD*)对企业风险承担(*RISK1*)的影响,列(1)为未加入控制变量的单变量回归结果,*PGD*的回归系数分别为0.003和0.004(分别在5%和1%的水平上显著),表明母子公司空间地理距离越大,企业的风险承担水平越高;列(3)和列(4)检验了母子公司制度环境距离(*PED*)对企业风险承担(*RISK1*)的影响,列(3)为未加入控制变量的单变量回归结果,*PED*的回归系数分别为0.002和0.001(均在1%的水平上显著),表明母子公司制度环境距离越大,企业的风险承担水平越高;列(5)~列(8)报告了被解释变量为 *RISK2* 的回归结果,列(5)和列(6)检验了母子公司空间地理距离(*PGD*)对企业风险承担(*RISK2*)的影响,列(5)为未加入控制变量的单变量回归结果,*PGD*的回归系数均为0.008(分别在5%和1%的水平上显著),表明母子公司空间地理距离越大,企业的风险承担水平越高;列(7)和列(8)检验了母子公司制度环境距离(*PED*)对企业风险承担(*RISK2*)的影响,列(7)为未加入控制变量的单变量回归结果,*PED*的回归系数均为0.004(均在1%的水平上显著),表明母子公司制度环境距离越大,企业的风险承担水平越高。表4列(1)~列(8)的分析结果表明,在控制相关影响因素后,母子公司距离对企业的风险承担水平具有显著的正向影响,假设 H_1 得到验证。

表4 母子公司距离和风险承担的回归分析结果

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
	<i>RISK = RISK1</i>				<i>RISK = RISK2</i>			
	<i>PSD = PGD</i>		<i>PSD = PED</i>		<i>PSD = PGD</i>		<i>PSD = PED</i>	
<i>PSD</i>	0.003** (2.111)	0.004*** (3.001)	0.002*** (3.122)	0.001*** (2.732)	0.008** (2.426)	0.008*** (2.598)	0.004*** (2.803)	0.004*** (3.071)
<i>GROW</i>		0.008*** (4.762)		0.007*** (4.761)		0.018*** (4.744)		0.018*** (4.755)

续表 4

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
	<i>RISK = RISK1</i>				<i>RISK = RISK2</i>			
	<i>PSD = PGD</i>		<i>PSD = PED</i>		<i>PSD = PGD</i>		<i>PSD = PED</i>	
<i>SIZE</i>		-0.006*** (-20.604)		-0.006*** (-20.158)		-0.015*** (-20.452)		-0.015*** (-20.392)
<i>DPA</i>		0.035*** (16.767)		0.037*** (17.797)		0.085*** (16.803)		0.085*** (16.765)
<i>AF</i>		-0.002*** (-4.057)		-0.002*** (-4.162)		-0.004*** (-3.640)		-0.004*** (-3.559)
<i>OPIN</i>		-0.022*** (-9.010)		-0.021*** (-8.873)		-0.055*** (-9.131)		-0.055*** (-9.149)
<i>PAF</i>		0.014*** (7.176)		0.013*** (6.675)		0.033*** (7.120)		0.033*** (7.009)
常数项	0.049*** (51.730)	0.180*** (29.440)	0.048*** (50.048)	0.177*** (29.222)	0.106*** (43.212)	0.444*** (29.106)	0.118*** (49.540)	0.443*** (29.110)
<i>YEAR</i>	yes	yes	yes	yes	yes	yes	yes	yes
<i>INDU</i>	yes	yes	yes	yes	yes	yes	yes	yes
样本量	9988	9988	9988	9988	9988	9988	9988	9988
Adj-R ²	0.013	0.103	0.014	0.117	0.029	0.105	0.012	0.105
F 值	17.266***	44.438***	17.675***	50.538***	22.184***	43.976***	16.924***	44.047***

注:被解释变量为风险承担(*RISK1* 和 *RISK2*);***、**和*分别表示在 1%、5%和 10%水平上显著;回归标准误差经过 White 异方差稳健标准误处理,括号内为相应的 t 值

资料来源:本文整理

3. 母子公司距离和公司效率的回归结果

模型(10)的回归结果如表 5 所示,通过多元回归分析方法,检验母子公司距离对公司效率的影响。列(1)和列(2)检验了母子公司空间地理距离(*PGD*)对公司效率(*COE*)的影响,列(1)为未加入控制变量的单变量回归结果。*PGD*的回归系数分别为 0.016 和 0.011(均在 1%的水平上显著),表明随着母子公司空间地理距离的增大,公司效率显著提升;列(3)和列(4)检验了母子公司制度环境距离(*PED*)对公司效率(*COE*)的影响,列(3)为未加入控制变量的单变量回归结果。*PED*的回归系数分别为 0.005 和 0.002(均在 1%的水平上显著),表明随着母子公司制度环境距离的增大,公司效率显著提升。表 5 列(1)~列(4)的分析结果表明,在控制了相关影响因素后,母子公司距离对公司效率具有显著的正向影响,假设 H₂ 得到验证。

表 5 母子公司距离和公司效率的回归分析结果

变量	(1)	(2)	(3)	(4)
	<i>PSD = PGD</i>		<i>PSD = PED</i>	
<i>PSD</i>	0.016*** (6.598)	0.011*** (5.281)	0.005*** (5.465)	0.002*** (3.072)
<i>GROW</i>		-0.012*** (-4.970)		-0.012*** (-4.960)
<i>SIZE</i>		0.017*** (23.247)		0.017*** (23.233)

续表 5

变量	(1)	(2)	(3)	(4)
	<i>PSD = PGD</i>		<i>PSD = PED</i>	
<i>DPA</i>		-0.063 *** (-16.633)		-0.063 *** (-16.666)
<i>AF</i>		0.005 *** (6.724)		0.005 *** (6.856)
<i>OPIN</i>		0.003 (1.451)		0.003 (1.521)
<i>PAF</i>		0.122 *** (12.811)		0.122 *** (12.780)
常数项	0.042 *** (25.716)	-0.288 *** (-20.464)	0.045 *** (27.790)	-0.287 *** (-20.288)
样本量	9988	9988	9988	9988
<i>YEAR</i>	yes	yes	yes	yes
<i>INDU</i>	yes	yes	yes	yes
Adj-R ²	0.034	0.282	0.033	0.281
F 值	30.872 ***	52.191 ***	29.203 ***	52.704 ***

注:被解释变量为公司效率(*COE*);***、**和*分别表示在1%、5%和10%水平上显著;回归标准误差经过 White 异方差稳健标准误处理,括号内为相应的 t 值

资料来源:本文整理

4. 风险承担和公司效率的回归结果

模型(11)的回归结果如表6所示,通过多元回归分析方法,检验风险承担对公司效率的影响。列(1)和列(2)检验了风险承担(*RISK1*)对公司效率(*COE*)的影响,列(1)为未加入控制变量的单变量回归结果。分析结果显示,公司效率(*COE*)回归系数分别为0.097和0.292(均在1%的水平上显著),表明随着企业风险承担水平的提高,公司效率得到显著提升;列(3)和列(4)检验了风险承担水平(*RISK2*)对公司效率(*COE*)的影响,列(3)为未加入控制变量的单变量回归结果。分析结果显示,公司效率(*COE*)的回归系数分别为0.031和0.113(均在1%的水平上显著),表明随着企业风险承担水平的提高,公司效率得到显著提升。表6列(1)~列(4)的分析结果表明,在控制了相关影响因素后,企业风险承担水平的提高有助于公司效率的提升,假设 H_3 得到验证。

表 6 风险承担和公司效率的回归结果

变量	(1)	(2)	(3)	(4)
	<i>RISK = RISK1</i>		<i>RISK = RISK2</i>	
<i>RISK</i>	0.097 *** (4.384)	0.292 *** (14.055)	0.031 *** (3.430)	0.113 *** (13.193)
<i>GROW</i>		-0.014 *** (-5.756)		-0.014 *** (-5.702)
<i>SIZE</i>		0.019 *** (24.334)		0.019 *** (24.255)
<i>DPA</i>		-0.074 *** (-19.139)		-0.073 *** (-19.053)

续表 6

变量	(1)	(2)	(3)	(4)
	RISK = RISK1		RISK = RISK2	
AF		0.005 *** (7.507)		0.005 *** (7.387)
OPIN		0.010 *** (4.137)		0.009 *** (4.066)
PAF		0.118 *** (12.751)		0.119 *** (12.763)
常数项	0.046 *** (30.897)	-0.336 *** (-21.950)	0.047 *** (31.775)	-0.333 *** (-21.815)
YEAR	yes	yes	yes	yes
INDU	yes	yes	yes	yes
样本量	9988	9988	9988	9988
Adj-R ²	0.033	0.299	0.032	0.297
F 值	27.392 ***	52.833 ***	27.451 ***	52.489 ***

注:被解释变量为公司效率(COE);***、**和*分别表示在1%、5%和10%水平上显著;回归标准误差经过 White 异方差稳健标准误处理,括号内为相应的 t 值

资料来源:本文整理

六、进一步分析与稳健性检验

1. 母子公司距离和公司效率:风险承担的中介效应

母子公司距离的扩大,有利于企业挖掘和利用由于区域禀赋差异所产生的发展潜力,有助于企业内源融资资源的整合和外源融资渠道的拓宽,激发企业研发投入等风险性投资的积极性,进而实现资金与资源、市场与机遇的优势互补,提升企业风险承担的能力。同时,良好的风险承担能力有助于企业开辟新市场、获取盈利机会,提高资源配置效率(John 等,2008)^[8]。风险承担是企业形成收益,获取超额利润的重要途径和方式。创业导向的战略管理理论认为,具有风险承担意识的企业更倾向积极主动地进行资源整合和流程再造,挖掘、创造和捕获投资机会,提升公司效率(Rauch 等,2009)^[31]。基于以上分析,并结合假设 H₁ ~ 假设 H₃,可以看出,母子公司距离促进了企业风险承担水平和公司效率的提升,风险承担对公司效率具有正向影响,那么企业风险承担在母子公司距离与公司效率之间的正向关系中是否起到了中介效应? 本部分将对风险承担的中介效应进行检验。本文构建回归模型(12)考察风险承担的中介效应。

$$COE_{it} = \lambda_0 + \lambda_1 PSD_{it} + \lambda_2 RISK_{it} + \lambda_3 GROW_{it} + \lambda_4 SIZE_{it} + \lambda_5 DPA_{it} + \lambda_6 AF_{it} + \lambda_7 OPIN_{it} + \lambda_8 PAF_{it} + \lambda_9 \sum YEAR + \lambda_{10} \sum INDU + \mu_{it} \quad (12)$$

借鉴已有文献中的中介效应检验方法(温忠麟等,2005)^[46],进行企业风险承担的中介效应检验。首先,通过回归模型(10)检验母子公司距离(PSD)对公司效率(COE)是否有显著影响。通过上文中的表5可以看出,母子公司空间地理距离(PGD)和母子公司制度环境距离(PED)对公司效率有显著的正向影响;其次,通过回归模型(9)检验母子公司距离(PSD)对风险承担(RISK)是否有显著影响。通过上文中的表4可以看出,母子公司空间地理距离(PGD)和母子公司制度环境距离(PED)对风险承担有显著的正向影响。最后,运用回归模型(12)将母子公司距离、风险承担和公司效率三者联系起来,进行回归分析,其结果如表7所示。

表7 母子公司距离和公司效率:风险承担的中介效应

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
	<i>PSD = PGD</i>		<i>PSD = PED</i>		<i>PSD = PGD</i>		<i>PSD = PED</i>	
	<i>RISK = RISK1</i>				<i>RISK = RISK2</i>			
<i>PSD</i>	0.016*** (6.529)	0.010*** (4.921)	0.004*** (5.308)	0.002** (2.545)	0.016*** (6.555)	0.010*** (4.993)	0.004*** (5.352)	0.002*** (2.620)
<i>RISK</i>	0.095*** (4.323)	0.290*** (14.035)	0.094*** (4.284)	0.291*** (14.026)	0.030*** (3.380)	0.112*** (13.173)	0.030*** (3.337)	0.112*** (13.163)
<i>GROW</i>		-0.014*** (-5.751)		-0.014*** (-5.744)		-0.014*** (-5.697)		-0.014*** (-5.690)
<i>SIZE</i>		0.019*** (24.385)		0.019*** (24.376)		0.019*** (24.306)		0.019*** (24.297)
<i>DPA</i>		-0.073*** (-19.131)		-0.074*** (-19.162)		-0.073*** (-19.046)		-0.073*** (-19.077)
<i>AF</i>		0.005*** (7.385)		0.005*** (7.505)		0.005*** (7.263)		0.005*** (7.385)
<i>OPIN</i>		0.009*** (4.027)		0.010*** (4.104)		0.009*** (3.957)		0.009*** (4.033)
<i>PAF</i>		0.118*** (12.737)		0.118*** (12.711)		0.118*** (12.748)		0.118*** (12.721)
常数项	0.038*** (20.121)	-0.340*** (-21.934)	0.040*** (22.044)	-0.338*** (-21.801)	0.039*** (20.896)	-0.337*** (-21.803)	0.041*** (22.820)	-0.336*** (-21.670)
<i>YEAR</i>	yes	yes	yes	yes	yes	yes	yes	yes
<i>INDU</i>	yes	yes	yes	yes	yes	yes	yes	yes
样本量	9988	9988	9988	9988	9988	9988	9988	9988
Adj-R ²	0.036	0.301	0.035	0.300	0.035	0.298	0.034	0.297
F 值	28.121***	50.614***	26.807***	51.085***	28.290***	50.264***	26.914***	50.741***
Z 值(Sobel 检验)	2.130**	2.212**	2.218**	2.707***	1.780*	1.874*	1.909*	2.454**

注:被解释变量为公司效率(*COE*);***、**和*分别表示在1%、5%和10%水平上显著;回归标准误差经过White异方差稳健标准误处理,括号内为相应的t值

资料来源:本文整理

在列(1)和列(2)中,母子公司空间地理距离(*PGD*)的回归系数分别为0.016和0.010(均在1%的水平上显著),风险承担(*RISK1*)的回归系数分别为0.095和0.290(均在1%的水平上显著);在列(3)和列(4)中,母子公司制度环境距离(*PED*)的回归系数分别为0.004和0.002(分别在1%和5%的水平上显著),风险承担(*RISK1*)的回归系数分别为0.094和0.291(均在1%的水平上显著)。此外,采用Sobel检验度量风险承担的中介效应的显著性程度,列(1)~列(4)的Z值分别为2.130(5%的水平上显著)、2.212(5%的水平上显著)、2.218(5%的水平上显著)和

2.707(1%的水平上显著)。列(1)~列(4)的回归结果联合表明,母子公司距离(*PSD*)与公司效率(*COE*)呈现显著的正向关系,风险承担在母子公司距离和公司效率的关系中具有显著的中介效应。在列(5)和列(6)中,母子公司空间地理距离(*PGD*)的回归系数分别为0.016和0.010(均在1%的水平上显著),风险承担(*RISK2*)的回归系数分别为0.030和0.112(均在1%的水平上显著);在列(7)和列(8)中,母子公司制度环境距离(*PED*)的回归系数分别为0.004和0.002(均在1%的水平上显著),风险承担(*RISK2*)的回归系数分别为0.030和0.112(均在1%的水平上显著);同时,采用Sobel检验度量风险承担的中介效应的显著性程度,列(5)~列(8)的Z值分别为1.780(10%的水平上显著)、1.874(10%的水平上显著)、1.909(10%的水平上显著)和2.454(5%的水平上显著)。列(5)~列(8)的回归结果联合表明,母子公司距离(*PSD*)与公司效率(*COE*)呈现显著的正向关系,风险承担在母子公司距离和公司效率的关系中具有显著的中介效应。上述分析结果表明,风险承担在母子公司距离与公司效率之间的关系中具有显著的中介效应。

2. 内生性问题

(1)母子公司距离和风险承担。考虑到母子公司距离和风险承担之间潜在的内生性问题,本文采用工具变量法进行检验。通常而言,随着母子公司距离的增大,信息传输的困难增多。为了保持有效的沟通,母子公司之间的差旅费用和沟通协调等费用相对较多。本文使用管理费用与营业利润的比值作为母子公司距离的工具变量进行内生性测试,回归结果如表8所示。列(1)和列(2)中,当因变量为风险承担(*RISK1*)时,母子公司空间地理距离(*PGD*)的回归结果分别为0.295和0.038,分别在1%和5%的显著性水平上显著;在列(3)和列(4)中,当因变量为风险承担(*RISK1*)时,母子公司制度环境距离(*PED*)的回归结果分别为0.124和0.016,分别在1%和10%的显著性水平上显著,说明母子公司距离(*PSD*)与风险承担(*RISK1*)存在着显著正相关关系,回归结果与表4保持一致。表8的列(5)和列(6)中,当因变量为风险承担(*RISK2*)时,母子公司空间地理距离(*PGD*)的回归结果分别为0.744和0.102,分别在在1%和5%的显著性水平上显著;在列(7)和列(8)中,当因变量为风险承担(*RISK2*)时,母子公司制度环境距离(*PED*)的回归结果分别为0.312和0.044,分别在1%和5%的显著性水平上显著,说明母子公司距离(*PSD*)与风险承担(*RISK2*)存在着显著正相关关系,回归结果与表4保持一致。

表 8 母子公司距离和风险承担的内生性检验结果

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
	<i>RISK = RISK1</i>				<i>RISK = RISK2</i>			
	<i>PSD = PGD</i>		<i>PSD = PED</i>		<i>PSD = PGD</i>		<i>PSD = PED</i>	
<i>PSD</i>	0.295*** (5.663)	0.038** (1.996)	0.124*** (4.885)	0.016* (1.937)	0.744*** (5.662)	0.102** (2.096)	0.312*** (4.853)	0.044** (2.024)
<i>GROW</i>		0.007*** (4.069)		0.007*** (4.238)		0.016*** (4.096)		0.017*** (4.268)
<i>SIZE</i>		-0.006*** (-19.592)		-0.006*** (-19.240)		-0.014*** (-19.404)		-0.014*** (-19.018)
<i>DPA</i>		0.037*** (17.296)		0.036*** (16.687)		0.092*** (17.186)		0.089*** (16.519)
<i>AF</i>		-0.000*** (-2.882)		-0.000*** (-3.238)		-0.000*** (-2.946)		-0.000*** (-3.328)

续表 8

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
	<i>RISK = RISK1</i>				<i>RISK = RISK2</i>			
	<i>PSD = PGD</i>		<i>PSD = PED</i>		<i>PSD = PGD</i>		<i>PSD = PED</i>	
<i>OPIN</i>		-0.021 *** (-8.703)		-0.021 *** (-8.889)		-0.054 *** (-8.839)		-0.054 *** (-9.018)
<i>PAF</i>		0.011 *** (5.150)		0.009 *** (3.480)		0.025 *** (4.969)		0.021 *** (3.223)
常数项	-0.105 *** (-3.779)	0.150 *** (14.398)	-0.124 *** (-3.439)	0.147 *** (12.238)	-0.271 *** (-3.854)	0.369 *** (14.015)	-0.320 *** (-3.475)	0.360 *** (11.824)
样本量	9988	9988	9988	9988	9988	9988	9988	9988
Chi ²	128.618	1038.067	77.047	1057.631	108.158	1026.346	66.101	1080.757

注:被解释变量为风险承担(*RISK1*和*RISK2*);***、**和*分别表示在1%、5%和10%水平上显著;回归标准误差经过White异方差稳健标准误处理,括号内为相应的t值

资料来源:本文整理

(2)风险承担和公司效率。考虑到风险承担和公司效率之间可能存在的内生性问题对回归结果产生影响,本文将采用工具变量法对模型(11)进行检验。借鉴已有文献(John等,2008^[8];余明桂等,2013^[18]),本文使用同年度同行业其他企业的风险承担水平的均值作为风险承担的工具变量,回归结果如表9所示。表9的列(1)和列(2)中,风险承担(*RISK1*)的回归结果分别为0.508和0.761,均在1%的显著性水平上显著,回归结果与表6保持一致;在列(3)和列(4)中,风险承担(*RISK2*)的回归结果分别为0.220和0.335,均在1%的显著性水平上显著;说明风险承担与公司效率存在着显著正相关关系,回归结果与表6保持一致。

表9 风险承担和公司效率的内生性检验结果

变量	(1)	(2)	(3)	(4)
	<i>RISK = RISK1</i>		<i>RISK = RISK2</i>	
<i>RISK</i>	0.508 *** (15.250)	0.761 *** (24.696)	0.220 *** (15.267)	0.335 *** (24.758)
<i>GROW</i>		-0.017 *** (-6.931)		-0.018 *** (-7.028)
<i>SIZE</i>		0.022 *** (40.952)		0.022 *** (40.847)
<i>DPA</i>		-0.091 *** (-24.877)		-0.093 *** (-25.046)
<i>AF</i>		0.006 *** (9.083)		0.006 *** (8.911)
<i>OPIN</i>		0.019 *** (5.299)		0.021 *** (5.702)

续表 9

变量	(1)	(2)	(3)	(4)
	<i>RISK = RISK1</i>		<i>RISK = RISK2</i>	
<i>PAF</i>		0.112 *** (30.957)		0.112 *** (30.417)
常数项	0.025 *** (11.257)	-0.420 *** (-36.636)	0.023 *** (10.286)	-0.431 *** (-36.598)
样本量	9988	9988	9988	9988
chi ²	552.415 ***	4384.348 ***	549.361 ***	4299.222 ***

注:被解释变量为公司效率(COE);***、**和*分别表示在1%、5%和10%水平上显著;回归标准误差经过White异方差稳健标准误处理,括号内为相应的t值

资料来源:本文整理

3. 变量替换

本文使用变量替代法来考察变量的不同度量方式对实证结果的影响。(1)母子公司距离。分别采用母子公司空间地理距离的平均差和制度环境距离的平均差,反映母子公司空间地理距离和制度环境距离。(2)风险承担。分别采用四年期的经行业和年度均值调整后的息税前利润与期初资产比值所计算出的资产收益率的标准差、四年期的息税前利润与期初资产比值所计算出的资产收益率最大值和最小值的差额来替换企业风险承担的度量。(3)公司效率。在借鉴已有研究的基础上,将投入指标设定为企业固定资产净额和年末雇员人数,产出指标设定为企业净利润,沿用随机前沿分析方法计算公司效率。采用上述变量替代法后,实证结果仍然与前文保持一致。

七、研究结论与启示

1. 研究结论

随着“一带一路”倡议和“京津冀一体化”“长江经济带”等宏观战略的纵深推进,企业跨地域经营的深度和广度将进一步加强。地域多元化经营给企业发展带来历史机遇的同时,也加大了母子公司在空间地理上的距离和制度环境上的差异,增加了企业经营环境的复杂性,影响到企业风险承担能力和公司效率。本文通过收集我国A股市场上母子公司相关资料,从母子公司在空间地理的分散和制度环境的差异两个方面测度母子公司距离,探讨母子公司距离、风险承担和公司效率之间的关系。研究表明,母子公司空间地理距离和制度环境距离均对上市公司的风险承担水平具有显著的激励作用,伴随母子公司距离的增大,企业的风险承担水平也越高;母子公司距离对公司效率同样具有明显的促进作用,母子公司空间地理距离和制度环境距离的扩大有助于公司效率的提升;企业风险承担水平也有助于公司效率的改善。进一步研究发现,母子公司距离能够以企业风险承担为中介渠道,促进公司效率的提升,即企业风险承担在母子公司距离与公司效率之间的关系起到了重要的中介作用。

2. 实践启示

基于上述研究,本文具有以下启示:(1)从企业角度出发,中国企业要更加坚定“促改革、谋发展”的理念,实施地域多元化战略。结合外部有利条件与自身经营状况进行灵活统筹与掌控,通过地域多元化战略的实施积极开拓发展空间,最终促进企业成长和效率提升。但需要警惕,近些年我国上市公司在地域多元化战略实施过程中表现出一定的“攻城略地”性和粗放式经营的特征。有些企业利用我国区域自然禀赋、经济发展和制度环境的差异,进行投机性发展并获取超额利润。从

长期看,随着经济体制改革的不断深化,我国地区间经济、政治、社会制度环境的差异将会逐步缩小,企业通过区域资源禀赋差异或“制度寻租”来谋求发展的方式并不具有可持续性。在国家宏观战略的支持和带动下,企业应把握未来发展方向,顺势而为,乘势而上,摒弃投机性和寻租性的机会主义发展思路,紧抓地域多元化机遇,积极提升其抵御风险和担当风险的能力,增强企业发展活力和提高公司效率。(2)从政府角度出发,各级政府应积极秉承区域协同发展的理念,为企业地域多元化的实施创造有利条件。党的十九大报告明确提出实施区域协调发展战略,这无疑对我国区域发展提出了新的部署和更高的要求。在国家层面上,按照建设全国统一大市场的要求,应当进一步强化区域政策的顶层设计,充分发挥规划引导和政策指导作用,提高区域政策实施的制度性、科学性和精准性。在地方政府层面上,各级政府应当积极响应区域协调发展的战略部署,加强区域联动,推动互联互通,促进企业间的交流便捷化、投资便利化和贸易自由化。勇于打破“一亩三分地”的思维定势,根据所处区域的比较优势,引导企业转型升级,通过引入优秀企业促进良性竞争,加强企业竞争活力,促进区域经济持续协同增长。同时,各级政府还应积极为企业经营进行政策指导,踊跃搭建区域协调发展的平台,及时发布风险提示,降低外部环境的不确定性,为上市公司地域多元化经营提供制度保障和政策红利。

3. 研究局限与展望

首先,母子公司距离的维度有待扩充。本文仅从空间地理距离和制度环境距离两个层面度量母子公司距离,尚未考察传统习俗、道德标准和精神信仰等文化层面的内容。其次,在手工收集上市公司母子公司名录及其经纬度的过程中,鉴于相关信息未被充分披露,造成部分数据缺失。在后续的研究中,需要进一步丰富母子公司距离的研究内容和度量维度,拓展数据收集渠道,提升研究的细致性和数据的精准性。

参考文献

- [1]樊纲,王小鲁,朱恒鹏. 中国市场化指数——各省区市场化相对进程 2011 年度报告[M]. 北京:经济科学出版社,2011.
- [2]Dess G, Lumpkin G. Research Edge: The Role of Entrepreneurial Orientation in Stimulating Effective Corporate Entrepreneurship [J]. *The Academy of Management Executive*, 2005, 19, (1): 147 - 156.
- [3]Acharya V, Amihud Y, Litov L. Creditor Rights and Corporate Risk-taking [J]. *Journal of Financial Economics*, 2011, 102, (1): 150 - 166.
- [4]Boubakri N, Cosset 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.
- [5]Larsson, R. Coordination of Action in Mergers and Acquisitions: Interpretive and Systems Approaches towards Synergy [M]. Chartwell Bratt Ltd: Lund University Press, 1990.
- [6]Teece D. Towards an Economic Theory of The Multiproduct Firm [J]. *Journal of Economic Behavior & Organization*, 1982, 3, (1): 39 - 63.
- [7]Arif S, Lee C. Aggregate Investment and Investor Sentiment [J]. *Review of Financial Studies*, 2014, 27, (11): 3241 - 3279.
- [8]John K, Litov L, Yeung B. Corporate Governance and Risk-taking [J]. *The Journal of Finance*, 2008, 63, (4): 1679 - 1728.
- [9]张三保, 张志学. 区域制度差异、CEO 管理自主权与企业风险承担——中国 30 省高技术产业的证据 [J]. 北京: 管理世界, 2012, (4): 101 - 114.
- [10]Li K, Griffin D, Yue H, Zhao L. How does Culture Influence Corporate Risk-taking? [J]. *Journal of Corporate Finance*, 2013, 23, (4): 1 - 22.
- [11]Faccio M, Marchica M, Mura R. Large Shareholder Diversification and Corporate Risk-taking [J]. *Social Science Electronic Publishing*, 2011, 24, (11): 3601 - 3641.
- [12]Jeffrey L, Naveen D, Lalitha N. Managerial Incentives and Risk-taking [J]. *Journal of Financial Economics*, 2006, 79, (2): 431 - 468.
- [13]Habib A, Hasan M. Firm Life Cycle, Corporate Risk-taking and Investor Sentiment [J]. *Accounting & Finance*, 2017, 57, (2): 465 - 497.
- [14]Su W, Lee C. Effects of Corporate Governance on Risk Taking in Taiwanese Family Firms During Institutional Reform [J]. *Asia Pacific Journal of Management*, 2013, 30, (3): 809 - 828.

- [15] Kim K, Buchanan R. CEO Duality Leadership and Firm Risk-taking Propensity[J]. Journal of Applied Business Research, 2011, 24, (1): 27 - 42.
- [16] 张瑞君, 李小荣, 许年行. 货币薪酬能激励高管风险承担吗? [J]. 北京: 经济理论与经济管理, 2013, (8): 84 - 100.
- [17] 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]. 北京: 会计研究, 2014, (1): 57 - 63.
- [18] 余明桂, 李文贵, 潘红波. 民营化、产权保护与企业风险承担[J]. 北京: 经济研究, 2013, (9): 112 - 124.
- [19] Hirshleifer D, Low A, Siew H. Are Overconfident CEOs Better Innovators? [J]. The Journal of Finance, 2012, 67, (4): 1457 - 1498.
- [20] Faccio M, Marchica M, Mura R. CEO Gender, Corporate Risk-taking and The Efficiency of Capital Allocation[J]. Journal of Corporate Finance, 2016, 39, (4): 193 - 209.
- [21] Vasilescu C, Millo Y. Do Industrial and Geographic Diversifications have Different Effects on Earnings Management? Evidence from UK Mergers and Acquisitions[J]. International Review of Financial Analysis, 2016, 46, (7): 33 - 45.
- [22] 戴德明, 邓播. 信息不对称与多元化折价关系研究——来自中国沪市上市公司的证据[J]. 上海: 财经研究, 2008, (4): 82 - 92.
- [23] Singh M, Mathur I, Gleason K. Governance and Performance Implications of Diversification Strategies: Evidence from Large U. S. Firms[J]. Financial Review, 2010, 39, (4): 489 - 526.
- [24] Hubbard R, Palia D. Reexamination of the Conglomerate Merger Wave in The 1960s: An Internal Capital Markets View[J]. The Journal of Finance, 1999, 54, (3): 1131 - 1152.
- [25] 杨畅, 庞瑞芝. 契约环境、融资约束与“信号弱化”效应——基于中国制造业企业的实证研究[J]. 北京: 管理世界, 2017, (4): 60 - 69.
- [26] Matsusaka J. Corporate Diversification, Value Maximization, and Organizational Capabilities[J]. The Journal of Business, 2001, 74, (3): 409 - 431.
- [27] Hoskisson R, Hitt M. Antecedents and Performance Outcomes of Diversification: A Review and Critique of Theoretical Perspectives[J]. Journal of Management, 1990, 16, (2): 461 - 509.
- [28] Melo P, Graham D, Noland R. A Meta-analysis of Estimates of Urban Agglomeration Economies[J]. Regional Science and Urban Economics, 2009, 39, (3): 332 - 342.
- [29] 陈艳利, 乔非, 孙鹤元. 资源配置效率视角下企业集团内部交易的经济后果——来自中国资本市场的经验证据[J]. 北京: 会计研究, 2014, (10): 28 - 35.
- [30] 赵凤, 王铁男, 张良. 多元化战略对企业绩效影响的实证研究[J]. 北京: 中国软科学, 2012, (4): 111 - 122.
- [31] Rauch A, Wiklund J, Lumpkin G. Entrepreneurial Orientation and Business Performance: An Assessment of Past Research and Suggestions for the Future[J]. Entrepreneurship Theory and Practice, 2009, 33, (3): 761 - 787.
- [32] Romer M. Increasing Returns to Long-run Growth[J]. Journal of Political Economy, 1986, 94, (5): 1002 - 1037.
- [33] 余明桂, 李文贵, 潘红波. 管理者过度自信与企业风险承担[J]. 北京: 金融研究, 2013, (1): 149 - 163.
- [34] Zahra A, Nielsen A, Bogner C. Corporate Entrepreneurship, Knowledge, and Competence Development[J]. International Journal of Manpower, 1999, 26, (6): 529 - 543.
- [35] Lyles M, Saxton T, Watson K. Venture Survival in a Transitional Economy[J]. Journal of Management, 2004, 30, (3): 351 - 375.
- [36] Bhagat S, Bolton B, Lu J. Size, Leverage, and Risk-taking of Financial Institutions[J]. Journal of Banking & Finance, 2015, 59, (10): 520 - 537.
- [37] Coles L, Daniel D, Naveen L. Managerial Incentives and Risk-taking[J]. Journal of Financial Economics, 2006, 79, (2): 431 - 468.
- [38] 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]. 北京: 财贸经济, 2017, (12): 111 - 126.
- [39] 陆正飞, 祝继高, 樊铮. 银根紧缩、信贷歧视与民营上市公司投资者利益损失[J]. 北京: 金融研究, 2009, (8): 124 - 136.
- [40] 徐思远, 洪占卿. 信贷歧视下的金融发展与效率拖累[J]. 北京: 金融研究, 2016, (5): 51 - 64.
- [41] 孙兆斌. 股权集中、股权制衡与上市公司的技术效率[J]. 北京: 管理世界, 2006, (7): 115 - 124.
- [42] 何枫, 陈荣. 基于 SFA 测度的企业效率对企业绩效与企业价值的影响效果研究——来自于中国数个行业上市公司的证据 2002 - 2006[J]. 北京: 金融研究, 2008, (9): 152 - 163.
- [43] 苏冬蔚, 贺星星. 社会责任与企业效率: 基于新制度经济学的理论与经验分析[J]. 北京: 世界经济, 2011, (9): 138 - 159.
- [44] Low A. Managerial Risk-taking Behavior and Equity-Based Compensation[J]. Journal of Financial Economics, 2009, 92, (3): 470 - 490.
- [45] Shi G., Sun J, Luo R. Geographic Dispersion and Earnings Management[J]. Journal of Accounting and Public Policy, 2015, 34, (5): 490 - 508.
- [46] 温忠麟, 侯杰泰, 张雷. 调节效应与中介效应的比较和应用[J]. 北京: 心理学报, 2005, (2): 268 - 274.

Parent-subsidiary Companies' Distance, Risk-taking and Firm Efficiency

LI Bin, ZHENG Wen

(School of Economics and Finance, Xi'an Jiaotong University, Xi'an, Shaanxi, 710061, China)

Abstract: The Belt and Road initiative, Beijing-Tianjin-Hebei regional integration and the development of Changjiang economic belt bring unprecedented opportunities and challenges to the geographic diversification strategy of China listed companies. Meanwhile, the national strategic certainly set higher requirement for the China listed companies' risk-taking. Although numerous studies about the geographic diversification literature examine the economic consequences of geographic diversification, the argument between "diversification premium" and "diversification discount" is also a topic of continuing debate in academia. The debates not only shake the enthusiasm of China listed companies' risk-taking but go against national strategy promotion. It is practical significant to analyze the impact of geographic diversification on risk-taking and firm performance, which can unite the puzzle of geographic diversification and mobilize the enthusiasm of all China listed companies. It is generally known that China is a vast country with great geographical diversity. Geographic diversifications of China listed companies expand the difference in space geography and institutional environment between parent companies and subsidiaries. Some literature document that geographic diversifications help the companies reduce the uncertainty in the management, enhance the risk-taking ability and improve the resources allocation efficiency (Teece, 1982; Larsson, 1992). Therefore, this paper mainly takes the Chinese A-share market listed firms as an example and examine the interrelations among parent-subsidiary companies' distance, risk-taking and firm efficiency.

This paper use space geography distance and institutional environment to reflect the difference in space geography and institutional environment between parent companies and subsidiaries of China listed companies. Using a sample of Chinese A-share market listed companies, this paper examines the impact of heterogeneity of space geography and institutional environment between parent companies and subsidiaries on risk-taking and firm efficiency. We find that parent-subsidiary distance has a significant incentive effect on corporate risk-taking, and parent-subsidiary distance is positively associated with firm efficiency. These findings do not only mean that parent company and subsidiary companies are heterogeneous in space geography and institutional environment but also parent-subsidiary companies' distance has a positive impact on risk-taking and firm efficiency. We also find that risk-taking is positively related to firm efficiency. In addition, further research suggests that there exists mediating effect of risk-taking on the relationship between parent-subsidiary distance and firm efficiency. These above findings propose some practical suggestions for Chinese listed companies, which are helpful for companies correctly understand the geographical diversification strategies in China and promote the realization of the national strategic development.

This paper makes three contributions to the literature. First, this paper investigates the impact of parent-subsidiary companies' distance on risk-taking and firm efficiency based on Chinese practical situation. These findings could not only help understand the impact of parent-subsidiary companies' space geography distance and institutional environment distance on corporate decision-making but also refine the corporate diversification from an overall perspective to parent-subsidiaries level. Second, there is little research about the impact of corporate diversification on risk-taking. This paper proves the existence of heterogeneity of space geography and institutional environment between the parent company and subsidiary companies of the listed company and shows how it affects risk-taking, which extends the dimension of risk-taking study. Third, research about "diversification premium" and "diversification discount" are always one of the focus in academic debate. The results of our study show that parent-subsidiary companies' distance is positively associated with firm efficiency, which provides an indirect evidence for diversification premium.

Key Words: space geography distance; institutional environment distance; risk-taking; firm efficiency

JEL Classification: G34, G32, D22

DOI: 10.19616/j.cnki.bmj.2018.04.004

(责任编辑:刘建丽)