

数字经济与企业风险承担:管理自主权的调节效应

郭吉涛,姚佳成

(齐鲁工业大学(山东省科学院)管理学院,山东 济南 250353)

摘要:数字经济作为中国经济高质量增长的核心动力,对微观企业投资决策的重要性日益凸显。基于2011—2019年中国沪深两市A股上市公司数据,实证检验了数字经济发展对企业风险承担的影响及作用机制。研究发现:数字经济发展显著提升了企业风险承担水平,管理自主权在数字经济与企业风险承担关系中发挥了正向调节作用,其中组织自主权、特殊情境自主权会发挥正向调节作用,而环境自主权的调节作用不显著;数字经济对企业风险承担水平的提升作用在新兴优势行业中更强。

关键词:数字经济;风险承担;管理自主权;新兴优势行业

中图分类号:F014.4

文献标志码:A

文章编号:1671-4970(2022)01-0083-09

党的十九大报告指出我国经济已由高速增长阶段转向高质量发展阶段,原有的“投资驱动发展模式”已难以适应现阶段的发展要求。《中国数字经济发展白皮书(2020年)》数据显示,2019年我国数字经济对GDP的增长贡献高达67.7%,俨然已成为我国经济增长的核心动力。在此背景下,我国政府高度重视数字经济与实体经济协调发展,提出要“推动互联网、大数据、人工智能和实体经济深度融合”,增强实体经济的经济活力,为经济高质量发展赋能^[1]。企业作为实体经济的重要组成部分,在数字产业化、产业数字化浪潮中受到了深远的影响。数字经济通过改善企业资源配置效率、缓解企业融资约束、降低高管决策非理性程度等途径^[2-4],丰富了企业的可支配资源,提升了管理层决策有效性。

其中,风险承担作为企业的一项重要决策,依赖于外部资源的有效供给和管理层的自主意愿。而较高的风险承担水平有助于企业实现价值增长、保持较高的整体增长率^[5],促进技术进步进而提高社会生产率^[6]。然而与发达国家相比,目前我国企业风险承担意愿仍不足^[7],这制约了我国经济长期稳定发展。因此,探究数字经济是否以及如何影响企业风险承担水平,以改善企业风险承担不足的顽疾,对经济增速放缓的中国来说无疑是一剂良药。

完备市场理论认为,企业应投资所有净现值为正的项目,企业自身能力和管理层意愿无法影响企业决策^[8]。但现实中并不存在完备的市场条件,管理层出于个人利益考虑、受限于个人权力大小,可能放弃一些高风险但净现值为正的风险性项目,即企

基金项目:山东省重点研发计划(软科学项目)(2021RKY01003);山东省高等学校“青创科技计划”(2019RW3035)

作者简介:郭吉涛(1974—),男,副教授,博士,主要从事技术经济及管理研究。E-mail:guojitao-009@163.com

业风险承担水平会受管理层决策自由度等因素的影响。而管理自主权决定了管理层决策时拥有的可选方案和自由度,是联系外部环境与微观企业的一条纽带^[9],为研究数字经济时代下微观企业行为提供了新视角。拥有较高管理自主权的高管对企业决策更有话语权,其个人意愿更能体现在决策行为中。一方面,高管可运用数字技术带来的信息便利进行选择信息披露,利用信息优势规避监督,这鼓励了高管享乐主义和不作为行为;另一方面,高管更有能力克服组织惯性推动企业数字化转型,集中企业资源承担高风险高收益项目。因此,管理自主权势必会在数字经济与企业风险承担关系中发挥作用,但发挥何种作用目前尚不明确。由此,探究数字经济对企业风险承担的影响及管理自主权在这一过程中发挥的作用具有理论与现实意义。

一、文献综述

学术界对企业风险承担的相关研究源于对企业家精神的探讨。Schumpeter 首次提出,企业家愿意承担风险去追求未来收益^[10]。但不同企业间风险偏好存在差异,风险承担水平衡量了企业为追求高收益而愿意承担的风险^[11]。学术界主要从以下 3 个方面来探究企业风险承担的影响因素。从政策层面来看,胡育蓉等研究发现紧缩的货币政策会显著降低企业风险承担水平^[12];张娆等则考察产业政策对企业风险承担影响的差异性,发现受产业政策支持行业内的企业风险承担水平显著高于未受支持的企业^[13]。在企业层面,余明桂等分析产权性质对企业风险承担的影响,发现国有企业民营化会提高其风险承担水平^[14];包晓岚等研究发现,客户越集中越稳定,企业风险承担水平就越高^[15]。在高管层面,何威风等基于委托代理理论,使用数据包络分析法衡量企业管理者能力,结果显示管理者能力越高,企业风险承担水平越低^[16]。

上述研究丰富了企业风险承担影响因素的研究视角和理论依据,但少有学者从企业风险承担能力及意愿角度,进一步探究数字经济对企业风险承担的直接作用。目前学术界对数字经济发展的相关研究主要集中在宏观层面。温珺等实证研究发现数字经济会提升区域创新能力,且这种提升作用在东部地区最弱^[17];钟文等研究发现数字经济通过推动产业结构升级这一重要机制,进而促进了我国区域协

调发展^[18];杨慧梅等研究发现数字经济发展通过增加人力资本投资、优化产业结构两个途径提升了全要素生产率^[19];刘军等利用省级面板数据实证发现智能化推动了经济增长,且这种推动作用在东部地区更强^[20]。同时,另有学者探究数字经济对微观企业的影响。如杜传忠等实证研究发现数字经济对企业生产率的影响呈倒 U 形^[21];陈晓红认为数字经济背景下数字技术的运用推动企业协同创新^[22];祁怀锦等发现,数字经济通过降低信息不对称程度和管理者决策行为的非理性程度提高了公司治理水平^[4]。

管理自主权正逐渐成为影响企业决策的重要情境因素^[23],决定了管理层决策时拥有的可选方案和自由度,势必会影响数字经济对企业风险承担决策的作用。一般而言,管理自主权低的高管会受到诸多限制,对企业决策的影响力会减弱,而管理自主权高的高管更有能力整合企业资源,进而显著影响企业决策^[24]。已有研究多关注管理自主权在微观企业层面发挥的作用,例如连燕玲等从组织、任务环境和制度层面来探讨管理自主权对经营期望与战略变革二者关系的调节作用^[25];杨林等将管理自主权划分为环境自主权、组织自主权、特殊情境自主权 3 个维度,剖析各维度对高管团队经验、动态能力与企业战略突变这一研究链条的调节作用机理^[23]。此外,少部分学者则关注管理自主权在宏观外部环境及微观企业关系中发挥何种作用,如张三保等研究发现,管理自主权在区域制度差异与企业风险承担框架中发挥了中介作用,且管理自主权越高,企业风险承担水平越高^[26]。

纵观上述研究,学者们已注意到数字经济对企业全要素生产率、技术创新、治理水平等方面产生的积极影响,这些因素可能改变企业风险承担能力及意愿,进而影响企业风险承担行为,然而鲜有学者直接探究数字经济对企业风险承担的影响并将管理自主权引入数字经济与企业风险承担分析框架中。笔者将延续这一研究,在前人成果的基础上从企业风险承担角度进一步完善数字经济与微观企业间的研究链条,并探讨管理自主权在这一过程中发挥的作用,为数字经济的微观经济效应提供经验证据。

二、研究假设

1. 数字经济与企业风险承担

企业风险承担行为在决策中具体表现为承担高风险高收益项目^[27],这些项目具有启动成本高、持

续投入大、研发周期长等特征^[6],需要资金、技术和人才基础。企业拥有足够资源意味着企业有能力提高风险承担水平,但是否选择高风险高收益项目还取决于管理层决策。数字经济一方面可改善外源融资环境和企业内部环境,提升企业风险承担能力;另一方面通过优化决策系统和强化监督力度两种方式提高管理层风险承担意愿,进而共同推动企业风险承担水平的提高。

首先,数字技术与传统金融行业的深度融合催生了数字金融新业态,实现了金融资源的“增量补充”和“存量优化”^[28]。传统金融市场上存在大量未被有效吸纳的个体投资者,而数字技术的运用打破了时间和空间的限制,蚂蚁金服等金融创新不断涌现,有利于充分挖掘个体投资者的投资潜力,进而降低金融服务的门槛^[3],拓宽金融市场的资金来源,实现金融资源的“增量补充”。然而,金融机构与企业间存在信息不对称问题,融资过程的关键还取决于金融机构能否准确评估企业信用。数字经济时代下,云计算、大数据和数据挖掘技术可实现不同金融主体间信息的快速匹配,对企业实行较为精确的风险评估^[29],准确对各企业进行信用评价,从而更好地为优质企业供给资金。同时,网络沟通平台增加了投资者和企业间的沟通途径,企业为了顺利融资也会主动披露项目相关情报。因此,数字经济与传统金融市场的融合降低了金融机构与企业间的信息不对称程度,缓解了逆向选择和道德风险问题^[28],有效提升了金融机构的借款意愿,实现了金融资源的“存量优化”。

其次,数字经济通过优化企业要素配置和提升技术能力两个途径提高了企业风险承担能力。一方面,数字技术将企业各流程解析重构,赋能企业提升效率。借助数字化技术,企业可立足消费者需求进行同质化解构、提升产品设计效率、制定差异化定价策略^[30]、推动财务流程再造和精细化管理,这改善了企业绩效,提高了企业抗风险能力,进而激发企业释放更多资源投入研究开发等风险活动。另一方面,数字技术打破了时间空间壁垒、丰富了就业选择,提升了市场上劳动要素的配置效率^[31]。各种数字平台能通过双向选择为企业的风险承担项目供给相应人才,更便捷、高效地满足企业的人才需求以支撑其风险承担行为。同时,信息资源的溢出效应会加速知识的扩散,并通过集成共享和创新协同效应推动企业自主创新,提高企业技术创新水平^[22],为

高风险项目的成功实施奠定了技术基础。

最后,数字经济通过科学决策与有效监督两个途径提高了管理层的风险承担意愿。管理层选择高风险高收益项目会面临失败后业绩不佳、行业内个人能力评价降低等风险。因此,管理层出于个人私利可能会放弃提高企业风险承担水平,这违背了企业价值最大化原则。传统的组织边界抑制了企业与外部的信息交流,而数字经济时代下,信息传递的载体演化为穿透组织边界快速传播的数据^[32]。数字技术的运用加快了数据的搜集、处理速度,这降低了管理层的信息搜寻成本,拓宽了信息获取的深度和广度,进一步优化了管理者的决策环境,降低了风险承担项目失败的可能性,缓解了高管与企业的利益冲突。当企业获取信息更便捷多元时,企业内部信息也更容易被外界识别。来自各领域的海量数据使得利益相关者在评价管理层绩效时不再仅仅简单依据财务报表,而是基于多维度的数据来评估。通过分析企业内部数据和第三方数据^[4],股东等利益相关者可以更全面地评估管理层绩效,这无疑会遏制管理层放弃高风险高收益项目的不作为行为,进而提升管理层风险承担意愿。

因此基于以上分析,提出以下假设:

H1: 数字经济发展有助于提升企业风险承担水平。

2. 管理自主权的调节效应

拥有较高管理自主权的管理者能显著影响企业决策,有助于其应对数字经济发展带来的外部环境变化。借鉴杨林等的研究成果^[23],从环境自主权、组织自主权、特殊情境自主权这3个维度来探讨管理自主权在数字经济和企业风险承担关系中发挥的调节作用。

环境自主权是指企业所处外部环境给予的管理层在决策时的行为自由度。其中,市场丰腴度作为决定企业环境自主权的关键因素^[33],会进一步影响企业提升风险承担水平的自由度和意愿,最终在数字经济与企业风险承担关系中发挥调节作用。数字技术的运用能帮助企业从市场中获取资源和发展机会^[25]。而市场丰腴度越高,企业外部环境资源就越丰富,这为企业选择高风险高收益项目提供了一种战略缓冲,鼓励了管理层的探索性行为,有助于企业运用数字技术从市场中获取更多的资源和发展机会,进一步增强了管理层的风险承担意愿,从而强化

了数字经济发展对企业风险承担的促进作用。因此,市场丰腴度会正向调节数字经济与企业风险承担的关系。

组织自主权是指组织结构、组织惯性等组织内部特质赋予的管理者在决策时的自由度。企业内部治理结构在很大程度上反映了高管组织层面的自主权,已有研究表明 CEO 兼任董事长会减少对高管的约束,提升高管决策自由度^[34]。因此,存在两职兼任现象企业的高管拥有较高的组织管理权,组织层面授予其更大的权限去整合组织可支配资源进行探索性行为,进而承担一些高风险项目。同时,两职兼任使管理者受董事会限制大大减少,更有能力克服组织惯性、打破对以往传统模式的依赖,推动企业进行数字化转型,实现封闭式企业向开放式企业转变^[35],为数字经济提升企业风险承担水平提供配套的组织环境保障。

企业产权性质等特殊情境^[36]会影响企业管理层决策过程中的自主权。鉴于国有经济占据着国民经济的主导地位,因此考虑产权性质主导下的特殊情境自主权对数字经济与企业风险承担关系的影响更具现实意义。国有企业高管多为政治任命,受政府约束较多,拥有的特殊情境自主权较低^[33],这会弱化数字经济对企业风险承担的促进作用。一方面,国有企业拥有政府隐性担保,更容易获得银行贷款、政府补贴和政策扶持^[13,37-38],拥有资金相对充足,这导致数字经济带来的资金增量对国有企业风险承担水平难以产生显著影响。另一方面,国有企业管理者在决策时需考虑保障地区就业、维护社会稳定等政治目标,更倾向于规避高风险高收益项目,在风险承担意愿上显著低于非国有企业管理者^[13]。这种维稳倾向使数字经济对高管风险承担意愿的促进作用在国有企业中无法充分发挥,因此数字经济提升企业风险承担水平的效果在非国有企业中更强。

综上所述,提出以下假设:

H2a:环境自主权会正向调节数字经济与企业风险承担关系。

H2b:组织自主权会正向调节数字经济与企业风险承担关系。

H2c:特殊情境自主权会正向调节数字经济与企业风险承担关系。

H2d:管理自主权会正向调节数字经济与企业风险承担关系。

三、研究设计

1. 数据来源

以 2011—2019 年中国沪深 A 股上市企业为研究样本,实证考察了各省份数字经济发展水平对企业风险承担的影响及作用机制。数字经济发展评价体系中数字金融指标采用了北京大学数字普惠金融指数,其余 13 个指标数据均来自《中国统计年鉴》。上市企业样本来源于 CSMAR 国泰安数据库,并进行如下筛选:①剔除金融行业;②剔除研究期间内,相关数据缺失的公司;③剔除 ST、PT 类公司;④为避免极端值的影响,对样本主要连续变量在 1% 以下和 99% 以上的数据进行了 Winsorize 处理,最终获得了 8506 个观测值的面板数据,使用 stata15.0 对数据进行分析。

2. 模型设定与变量定义

考虑到样本数据为静态面板数据,可采用固定效应、随机效应和混合 OLS 回归等方法进行实证分析。首先进行 LR 检验判明混合 OLS 回归和固定效应哪个回归效果更好。LR 检验显示 P 值显著为 0,因此拒绝原假设,固定效应比混合 OLS 回归更适合。接着进行豪斯曼检验检测随机效应和固定效应的回归效果,结果显示 P 值为 $0.0304 < 0.05$,因此拒绝原假设,即随机效应不合适,固定效应更好。

首先分析数字经济发展对企业风险承担水平的影响,建立固定效应模型如下:

$$RiskT = \alpha_0 + \alpha_1 Dige + \alpha_2 Control + u + \varepsilon \quad (1)$$

式中: $RiskT$ 为企业风险承担水平; $Dige$ 为各省份数字经济发展水平; $Control$ 为一系列控制变量; u 为行业固定效应; ε 为随机扰动项; α_0 为常数项; α_1 、 α_2 为相应回归系数。

被解释变量 $RiskT$ 为企业风险承担水平。已有文献测算企业风险承担的方法大致可以分为四类:业绩表现、政策行为、生存状况和态度指标^[39]。从业绩表现来测算相对全面和准确,为大多数学者所接受。借鉴 John 等的做法^[5],用企业盈利波动来衡量企业风险承担水平。借鉴翟胜宝等的方法,在企业各盈利指标中选取总资产回报率 (Roa) 进行测算^[40],具体公式如下:

$$RiskT = \sqrt{\frac{1}{n-1} \sum_{i=0}^n (Adj_Roa - \frac{1}{n} \sum_{i=0}^n Adj_Roa)^2} \quad (2)$$

式中: Adj_Roa 为经行业调整后的 Roa , Roa 为息税前利润 ($EBITDA$) 和当年末总资产的比值。

解释变量 $Dige$ 为各省份数字经济发展水平。目前学术界对如何测算数字经济还未形成统一标准,因此学者们大多采用多级指标进行综合构建,例如张永恒等将数字经济分解为数字基础设施建设、数字化应用、数字化发展潜力 3 个二级指标^[41];丛屹等以数字基础设施、数字业务规模、数字设备应用 3 个指标来测算不同地区数字经济的发展水平^[31]。因此在已有研究基础上,从数字基础设施建设、数字化生产应用、数字化生活应用和数字化发展潜力 4 个方面来测算各省份数字经济发展水平,构建了包含 14 个具体指标的评价体系,见表 1。评价体系确定后,以熵权法生成各指标权重,得到各省的数字经济发展水平指数。

$Control$ 为一系列可能会影响企业风险承担的控制变量。借鉴文献[13,42-43],企业层面的控制变量有:①盈利能力 Roa ,用息税前利润与总资产的比值表示;②资产负债率 Lev ,用总负债与总资产的比值表示;③企业规模 $Size$,用总资产的自然对数表示;④无形资产比率 IA ,用无形资产净额占总资产的比例表示;⑤股权集中度 $Ownership$,用第一大股东持股比例表示;⑥企业资本性支出 Cap ,用企业购建固定资产、无形资产和长期资产支付现金的自然对数表示;⑦董事会规模 $Bsize$,用董事会总人数的自然对数表示;⑧管理费用比率 MF ,用管理费用占营业收入的比例表示;⑨高管薪酬激励 $Compensation$,用高管薪酬水平的自然对数值表示;⑩高管股权激励 $Opition$,用高管持股数与总股数的比值表示。省份

层面的控制变量:各省份经济发展水平 $PGDP$,用各省份生产总值的自然对数表示。

四、实证结果

1. 描述性统计

主要变量的描述性统计特征如表 2 所示。样本中企业风险承担水平最大值和最小值分别为 0.0715、0.0005,最大值是最小值的 143 倍,这说明我国不同企业间的风险承担水平存在很大差异;均值和中位数分别为 0.0073 和 0.0047,中位数左偏,这说明样本中风险承担水平偏低的企业更多,还有较大提升空间。各省份数字经济发展指数的最大值和最小值分别为 32.2442、9.6251,说明我国数字经济发展情况存在显著的区域差异。

2. 数字经济与企业风险承担

数字经济对企业风险承担水平的回归结果显示(限于篇幅表格省略),在添加控制变量且控制行业特征后,数字经济对企业风险承担的回归系数在 1% 显著性水平上为正。由此可知,数字经济发展会提升企业风险承担水平,假设 $H1$ 得到验证,同时也证实了前文分析的合理性,数字经济通过影响企业风险承担能力及意愿进而提高企业风险承担水平。

3. 管理自主权调节效应检验

(1) 环境自主权调节效应检验

市场丰腴度是决定企业环境自主权的关键因素。市场丰腴度高意味着企业可从外部市场获得更多的资源和发展机会,影响着管理者决策时拥有的自由度和可选范围。参考连燕玲等的研究思路^[25],用企业所处行业当年平均销售增长率 $Mgrow$ 衡量

表 1 数字经济发展评价体系

目标层	要素层	指标层	指标衡量方式	单位
数字 经济 发展 水平	发展潜力	直接收益	软件业务收入/各省份 GDP	%
		资金投入强度	研发内部经费支出中高科技产业占比	%
		劳动投入强度	研发人员全时当量中高科技产业占比	%
	生产应用	参与水平	有电商交易活动的企业占比	%
		经营效益	电子商务销售额/各省份 GDP	%
		生产投入	每百人使用计算机数	台
	生活应用	宽带生活	互联网宽带普及率	户/人
		网络生活	互联网普及率	%
		移动生活	移动电话普及率	部/百人
		互联网消费	快递收入/各省份 GDP	%
	基础设施	数字金融	北京大学数字普惠金融指数	
		传输基础	光缆长度/人	km/万人
		承载能力	移动电话交换机容量/人	户/人
		人员配备	城镇单位就业人员中信息传输、软件和信息技术服务业占比	%

表2 主要变量描述性统计

变量	样本数	均值	最大值	最小值	标准差	中位数	单位
<i>RiskT</i>	8 506	0.0073	0.0715	0.0005	0.0089	0.0047	
<i>Dige</i>	8 506	17.9343	32.2442	9.6251	5.3951	16.6661	
<i>Roa</i>	8 506	0.0112	0.0614	-0.0188	0.0125	0.0093	%
<i>Lev</i>	8 506	0.4169	0.8696	0.0526	0.2034	0.4037	%
<i>Size</i>	8 506	22.1662	25.8231	19.9504	1.2010	22.0230	
<i>IA</i>	8 506	0.0471	0.2928	0.0000	0.0472	0.0356	%
<i>Ownership</i>	8 506	35.2649	74.8200	10.5000	14.2928	33.2850	%
<i>Cap</i>	8 506	17.9113	22.1885	11.0688	2.0303	18.1335	
<i>Bsize</i>	8 506	2.1309	2.6391	1.6094	0.1935	2.1972	
<i>MF</i>	8 506	0.1030	0.4505	0.0089	0.0753	0.0870	%
<i>Compensation</i>	8 506	14.2916	16.1249	12.7657	0.6420	14.2612	
<i>Option</i>	8 506	0.0739	0.6118	0.0000	0.1416	0.0017	%
<i>PGDP</i>	8 506	10.4689	11.4043	8.1607	0.6555	10.4346	

企业所处市场的丰腴度,作为企业环境自主权的代理变量。将数字经济与市场丰腴度交互项加入模型中,构建模型:

$$RiskT = \beta_0 + \beta_1 Dige + \beta_2 Dige \times Mgrow + \beta_3 Mgrow + \beta_4 Control + u + \varepsilon \quad (3)$$

式中:*Mgrow*为市场丰腴度; β_0 为常数项; β_1 、 β_2 、 β_3 、 β_4 为相应回归系数。回归结果如表3第1列所示,可知交互项*Dige*×*Mgrow*的回归系数不显著,即环境自主权调节效应不成立,假设H2a未得到验证。

(2) 组织自主权调节效应检验

借鉴温忠麟等的调节效应检验方法,当调节变量为类别变量、自变量为连续变量时,进行分组回归检验调节效应^[44]。用*CEO*两职兼任现象(*Dual*)衡量组织层面的自主权^[33]。存在两职兼任现象的企业*Dual*赋值为0,反之则赋值为1。表3第2、3列报告了分组回归结果,结果显示在存在两职兼任现

象的企业中,数字经济对企业风险承担的促进作用在1%上显著;而在不存在两职兼任现象的企业中,该促进作用在5%上显著。两组样本中回归系数发生了变化,为了进一步检验组间系数是否存在显著差异,借鉴连玉君等的方法^[45],采用SUEST检验来判断,结果显示 $p=0.0207$,组间系数差异在5%上显著。比较回归系数可知数字经济对企业风险承担的促进作用在存在两职兼任现象的企业中更强,即组织自主权会正向调节数字经济与企业风险承担的关系,假设H2b得到验证。

(3) 特殊情境自主权调节效应检验

鉴于产权性质是我国企业面临的重要特殊情境之一,用企业所有制性质衡量企业特殊情景下的自主权^[33],国有企业赋值为0,非国有企业赋值为1。根据产权性质不同进行分组回归,表3第4、5列报告了分组回归结果,由此可知数字经济对企业风险承担的

表3 管理自主权调节效应检验

变量	1	2	3	4	5	6
	全样本 <i>RiskT</i>	存在两职兼任 <i>RiskT</i>	不存在两职兼任 <i>RiskT</i>	国有企业 <i>RiskT</i>	非国有企业 <i>RiskT</i>	全样本 <i>RiskT</i>
<i>Dige</i>	0.00007*** (3.70651)	0.00015*** (3.54553)	0.00005** (2.24617)	0.00000 (0.17321)	0.00011*** (4.40049)	0.00006*** (3.42319)
<i>Dige</i> × <i>Manage</i>						0.00010*** (4.18971)
<i>Dige</i> × <i>Mgrow</i>	0.00000 (0.07699)					
<i>Constant</i>	0.02421*** (7.24524)	0.02041*** (2.72884)	0.02462*** (6.77942)	0.02434*** (4.44203)	0.02836*** (6.06532)	0.02508*** (7.50675)
<i>Controls</i>	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>Industry</i>	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>Observations</i>	8 506	2 272	6 234	3 037	5 469	8 506
<i>R-squared</i>	0.11550	0.11700	0.12950	0.12830	0.12270	0.11790

注:括号内为*t*值;*、**、***分别表示在10%、5%和1%水平下显著。下同。

促进作用在国企中不显著;而在非国企中,该促进作用在1%上显著。SUEST 检验显示 $p=0.0038$,组间系数差异在1%上显著。比较回归系数可知数字经济对企业风险承担的促进作用在非国有企业中更强,即特殊情境自主权会正向调节数字经济与企业风险承担的关系,假设 H2c 得到验证。

(4) 总管理自主权调节效应检验

管理自主权的测算方法主要有使用代理变量和主观评价两种^[9]。前者将环境、组织、特殊情境等不同维度的自主权综合合成总的管理自主权指数;后者则通过对管理者进行问卷调查或专家评价等方式,直接测量其主观上拥有管理自主权的高低。借鉴连燕玲等^[25,46]的研究思路,将管理者拥有的环境自主权、组织自主权、特殊情境自主权3个单指标进行标准化后进行加总,得到综合的管理自主权指数(Manage)。考虑到两职兼任(Dual)取值与组织自主权存在负向关系,因此将Dual取相反数后再加总。Manage取值越大,代表管理者拥有的管理自主权越高。将交互项Dige×Manage加入模型中以检验其调节效应,得到如下模型:

$$RiskT = \gamma_0 + \gamma_1 Dige + \gamma_2 Dige \times Manage + \gamma_3 Manage + \gamma_4 Control + u + \varepsilon \quad (4)$$

式中:Manage为总管理自主权; γ_0 为常数项; γ_1 、 γ_2 、 γ_3 、 γ_4 为相应回归系数。表3第6列汇报了管理自主权的调节效应检验结果。由表3可知,交互项Dige×Manage对RiksT的回归系数在1%显著性水平上为正,即管理自主权会正向调节数字经济与企业风险承担的关系,假设H2d得到验证。

4. 稳健性检验

目前学术界对如何测算数字经济指标并未达成一致,使用一种方式来测算数字经济指标可能导致结论不稳健,因此采用更换解释变量的方法来进行稳健性检验。数字经济发展伴随着数字技术的不断迭代升级,目前我国数字通信技术已从最初的2G跃升到5G,各省电信业务持续高速增长。因此借鉴张永恒等的研究结果^[41],使用各省份电信业务占GDP的比重作为数字经济的代理变量重新进行回归。回归结果显示(限于篇幅表格略去)与上文一致,证明了前文结论的稳健性。

5. 进一步分析

随着我国经济增速放缓,自主创新能力不强^[47]、经济增长动力不足和产业结构失衡等长期性

问题逐渐凸显。党的十九大报告指出,要大力发展新兴优势行业,做到“优化经济结构、转换增长动力”。新兴优势行业作为政府关注的重点,承担着推动我国产业结构升级的重要任务,在发展模式、资源配置等方面显著区别于其他行业,数字经济是否对所有行业的企业的风险承担水平都会产生同等影响尚不可知。根据证监会行业分类,新兴优势行业包括医药制造和信息传输等10个行业,其余行业为非新兴优势行业,据此将样本分为两组进行分组回归。回归结果如表4所示,不管是否为新兴优势行业,数字经济都提升了企业风险承担水平。然而比较回归系数发现,与非新兴优势行业相比,数字经济对新兴优势行业企业的风险承担水平的促进作用更强。考虑到新兴优势行业多为技术密集型行业,企业内部数字基础设施建设较完善,组织文化更开放包容,员工对数字技术的接受程度更高、学习能力更强,这强化了数字经济对其风险承担水平的促进作用。因此,数字经济发展更有利于新兴优势行业企业的长期价值增长,有助于实现我国产业结构高级化。

表4 分组回归结果

变量	1	2
	新兴优势行业 RiskT	非新兴优势行业 RiskT
Dige	0.00008 *** (2.64719)	0.00007 *** (2.85222)
Constant	0.01813 *** (3.77627)	0.02491 *** (5.63932)
Controls	Yes	Yes
Industry	Yes	Yes
Observations	3516	4990
R-squared	0.09030	0.13560

五、结论与建议

以2011—2019年中国沪深A股上市公司数据为样本,实证检验了数字经济发展对企业风险承担水平的影响及作用机制。实证研究发现:数字经济发展会显著提升企业风险承担水平。数字经济通过改善外源融资环境、企业内部环境提高企业风险承担能力,并通过优化决策和强化监督力度来提升管理层风险承担意愿,共同推动企业风险承担水平提高,且这种促进作用会受管理自主权的正向调节。分析管理自主权的各维度发现,组织自主权、特殊情境自主权会正向调节数字经济对企业风险承担的促进作用,而环境自主权在这一过程中调节效应不显

著。从组织自主权角度看,较高的组织自主权赋予了管理层组织层面更大的权力,管理者在推动企业数字化转型过程中更有能力克服组织惯性,为数字经济提升企业风险承担水平提供配套的组织环境保障,由此将风险承担意愿转化为风险承担行为,强化了数字经济对风险承担的促进作用。从特殊情境自主权角度看,国有企业高管在风险承担决策时具有维稳倾向,其风险承担意愿更低,因此数字经济对管理层风险承担的促进作用在国有企业中难以充分发挥。而非国有企业在金融市场中面临着更严重的信息不对称问题,融资成本更高,因此数字经济发展带来的资金增量对非国有企业无疑是雪中送炭,而难以对国有企业风险承担决策产生较大影响。从环境自主权角度看,我国正处于产业结构调整 and 转型升级的关键时期,产业融合加速,行业边界逐渐模糊,跨行业经营成为企业重要战略选择之一。企业跨界经营初期面临着极高的行业壁垒,需占用主行业部分资金来立足新市场,这种外部环境剧烈变化和“输血行为”可能导致企业无法充分发挥行业内资源协调能力,进而导致市场丰腴度对这一过程的调节作用不显著。进一步的异质性分析发现,与非新兴优势行业企业相比,数字经济对新兴优势行业企业的风险承担水平的促进作用更强,这说明数字经济的发展更有利于新兴优势行业企业的长期价值增长,一定程度上推动了我国产业结构转型升级。

基于以上结论,提出以下建议:

第一,夯实数字基础设施建设,助力企业数字化转型。政府应加大对数字经济发展的财政支持力度,投入建设工业互联网、大数据中心和5G等新型公共数字基础设施,夯实企业数字化转型的外部技术根基,盘活全国一盘棋。活用税收减免、财政补贴等优惠政策打消企业的后顾之忧,扶持部分企业进行数字化转型,通过典型示范作用引导其他企业积极进行数字化转型以实现产业数字化,助力企业改善风险承担不足的顽疾,为经济高质量发展提供一剂良药。

第二,优化企业内部结构,注重管理层多元化能力建设。在融资渠道层面,活用数字金融等新渠道缓解融资约束,提升自身的融资能力;管理层应活用云计算、大数据等数字技术优化自身决策环境以实现科学决策;股东等利益相关者应运用数字技术降低与管理者的信息不对称程度,提升内部监督机制

的效率。同时,考虑到管理自主权对这一进程的正向调节作用,应优化组织结构给管理者适度“松绑”,以提升其决策影响力,鼓励高管整合企业资源破除组织惯性在组织内部推行数字技术,为企业数字化转型营造良好的内部环境。

第三,完善中国特色社会主义市场经济体制,改革国有企业高管绩效评价方式,加快产业结构转型升级进程。一方面,鉴于国有企业高管激励不足导致数字经济对企业风险承担的促进作用无法充分发挥,政府应对国有企业管理层的任命、激励等制度重新进行顶层设计,实行政治目标和企业价值最大化目标的双重绩效考核,鼓励管理者积极参与市场竞争,让国有企业在数字经济时代重新迸发经济活力;另一方面,积极搭建数字平台等市场沟通渠道,提高市场上企业信息披露质量,鼓励投资者“用脚投票”,进一步推动新兴优势行业的长期价值增长,压缩富裕产能行业的生存空间,缓解其对新兴优势行业的资源挤占效应,推动我国产业结构高级化。

参考文献:

- [1] 赵涛,张智,梁上坤. 数字经济、创业活跃度与高质量发展——来自中国城市的经验证据[J]. 管理世界,2020(10):65-76.
- [2] 黄群慧,余泳泽,张松林. 互联网发展与制造业生产率提升:内在机制与中国经验[J]. 中国工业经济,2019(8):5-23.
- [3] 万佳彧,周勤,肖义. 数字金融、融资约束与企业创新[J]. 经济评论,2020(1):71-83.
- [4] 祁怀锦,曹修琴,刘艳霞. 数字经济对公司治理的影响——基于信息不对称和管理者非理性行为视角[J]. 改革,2020(4):50-64.
- [5] JOHN K, LITOV L, YEUNG B. Corporate governance and risk-taking [J]. The Journal of Finance, 2008, 63(4):1679-1728.
- [6] 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.
- [7] 张洪辉,章琳一. 产权差异、晋升激励与企业风险承担[J]. 经济管理,2016,38(5):110-121.
- [8] 周晨,田昆儒. 债务契约与企业风险承担:影响效果及机制检验[J]. 财经理论与实践,2021,42(2):73-81.
- [9] 张三保,张志学. 管理自主权:融会中国与西方、连接宏观与微观[J]. 管理世界,2014(3):102-118.
- [10] SCHUMPETER J A. The theory of economic development: an inquiry into profits, capital, interest and the business cycle [J]. Social Science Electronic

- Publishing,1934,25(1):90-91.
- [11] LUMPKIN G T,DESS G G. Clarifying the entrepreneurial orientation construct and linking it to performance [J]. *Academy of Management Review*,1996,21(1):135-172.
- [12] 胡育蓉,朱恩涛,龚金泉. 货币政策立场如何影响企业风险承担——传导机制与实证检验[J]. *经济科学*,2014(1):39-55.
- [13] 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.
- [14] 余明桂,李文贵,潘红波. 民营化、产权保护与企业风险承担[J]. *经济研究*,2013,48(9):112-124.
- [15] 包晓岚,宋明亮,李思呈. 客户关系对企业风险承担的影响[J]. *科学决策*,2020(8):44-66.
- [16] 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.
- [17] 温琨,阎志军,程愚. 数字经济与区域创新能力的提升[J]. *经济问题探索*,2019(11):112-124.
- [18] 钟文,郑明贵. 数字经济对区域协调发展的影响效应及作用机制[J]. *深圳大学学报(人文社会科学版)*,2021,38(4):79-87.
- [19] 杨慧梅,江璐. 数字经济、空间效应与全要素生产率[J]. *统计研究*,2021,38(4):3-15.
- [20] 刘军,史梦雪,招玉辉. 智能化对中国经济增长的影响研究[J]. *河海大学学报(哲学社会科学版)*,2021,23(4):44-50.
- [21] 杜传忠,张远. 数字经济发展对企业生产率增长的影响机制研究[J]. *证券市场导报*,2021(2):41-51.
- [22] 陈晓红. 数字经济时代的技术融合与应用创新趋势分析[J]. *中南大学学报(社会科学版)*,2018,24(5):1-8.
- [23] 杨林,和欣,顾红芳. 高管团队经验、动态能力与企业战略突变:管理自主权的调节效应[J]. *管理世界*,2020,36(6):168-188.
- [24] 杨林,顾红芳,李书亮. 高管团队经验与企业跨界成长战略:管理自主权的调节效应[J]. *科学学与科学技术管理*,2018,39(9):101-119.
- [25] 连燕玲,周兵,贺小刚,等. 经营期望、管理自主权与战略变革[J]. *经济研究*,2015,50(8):31-44.
- [26] 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]. *管理世界*,2012(4):101-114.
- [27] AMIHUD Y, LEV B. Risk reduction as a managerial motive for conglomerate mergers[J]. *The Bell Journal of Economics*,1981,12(2):605-617.
- [28] 唐松,伍旭川,祝佳. 数字金融与企业技术创新——结构特征、机制识别与金融监管下的效应差异[J]. *管理世界*,2020(5):52-66.
- [29] 黄浩. 数字金融生态系统的形成与挑战——来自中国的经验[J]. *经济学家*,2018(4):80-85.
- [30] 魏泽龙,谢排科,张琳倩. 创新扩散视角下数字化创新特征对市场绩效的影响研究[J]. *科学与管理*,2020,40(2):1-9.
- [31] 丛屹,俞伯阳. 数字经济对中国劳动力资源配置效率的影响[J]. *财经理论与实践*,2020,41(2):108-114.
- [32] 戚聿东,肖旭. 数字经济时代的企业管理变革[J]. *管理世界*,2020(6):135-152.
- [33] JIATAO L I , TANG R. CEO hubris and firm risk-taking in China: the moderating role of managerial discretion [J]. *Academy of Management Journal*,2010,53(1):45-68 .
- [34] CRAI G, CROSSLAN D, DONAL D, et al. How national systems differ in their constraints on corporate executives: a study of CEO effects in three countries [J]. *Strategic Management Journal*,2007(28):767-789.
- [35] 李小忠. 数字经济发展与企业价值提升——基于生命周期理论的视角[J]. *经济问题*,2021(3):116-121.
- [36] FINKELSTEIN S, HAMBRICK D C, CANNELLA B. Strategic leadership: theory and research on executives, top management teams, and boards [M]. Oxford :Oxford University Press,2009.
- [37] 余明桂,潘红波. 政治关系、制度环境与民营企业银行贷款[J]. *管理世界*,2008(8):9-21.
- [38] 孔东民,刘莎莎,王亚男. 市场竞争、产权与政府补贴[J]. *经济研究*,2013,48(2):55-67.
- [39] 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.
- [40] 翟胜宝,张胜,谢露,等. 银行关联与企业风险——基于我国上市公司的经验证据[J]. *管理世界*,2014(4):53-59.
- [41] 张永恒,王家庭. 数字经济发展是否降低了中国要素错配水平? [J]. *统计与信息论坛*,2020,35(9):62-71.
- [42] 赖黎,唐芸茜,夏晓兰,等. 董事高管责任保险降低了企业风险吗? ——基于短贷长投和信贷获取的视角[J]. *管理世界*,2019(10):160-171.
- [43] 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.
- [44] 温忠麟,侯杰泰,张雷. 调节效应与中介效应的比较和应用[J]. *心理学报*,2005(2):268-274.
- [45] 连玉君,廖俊平. 如何检验分组回归后的组间系数差异? [J]. *郑州航空工业管理学院学报*,2017,35(6):97-109.
- [46] 董静,邓浩然. 董事长军旅背景、管理自主权与战略变革——来自 A 股上市公司的证据[J]. *管理工程学报*,2021,35(4):29-39.
- [47] 黄德春,苗艺锦. 创新驱动下环境规制与长江经济带制造业转型关系研究[J]. *水利经济*,2021,39(1):1-5.

(收稿日期:2021-07-27 编辑:张志琴)