

管理层风险偏好、企业创新能力和企业价值

胡苗润

北京工商大学商学院, 北京

收稿日期: 2024年1月12日; 录用日期: 2024年2月23日; 发布日期: 2024年2月29日

摘要

文章以2013年~2018年沪深两市A股主板上市公司为研究样本, 实证检验了管理层风险偏好对企业价值的影响, 并创新性地企业创新能力引入两者关系的研究中。研究发现, 企业创新能力在管理者风险偏好和企业价值的关系中发挥中介作用, 管理层风险偏好可以通过提升企业创新能力进一步提升企业价值, 在替换被解释变量后, 该结论依然成立。

关键词

管理者风险偏好, 企业创新能力, 企业价值

Risk Preference of Management, Innovation Capability of Enterprises and Enterprise Value

Miaorun Hu

Business School, Beijing Technology and Business University, Beijing

Received: Jan. 12th, 2024; accepted: Feb. 23rd, 2024; published: Feb. 29th, 2024

Abstract

This article takes A-share listed companies on the main board of the Shanghai and Shenzhen stock exchanges from 2013 to 2018 as research samples, empirically tests the impact of management risk preference on enterprise value, and innovatively introduces enterprise innovation capability into the study of the relationship between the two. Research has found that enterprise innovation capability plays a mediating role in the relationship between manager risk preference and enterprise value. Management risk preference can further enhance enterprise value by enhancing enterprise innova-

tion capability, and this conclusion still holds after replacing the dependent variable.

Keywords

Manager Risk Preference, Enterprise Innovation Capability, Enterprise Value

Copyright © 2024 by author(s) and Hans Publishers Inc.

This work is licensed under the Creative Commons Attribution International License (CC BY 4.0).

<http://creativecommons.org/licenses/by/4.0/>



Open Access

1. 引言

1.1. 研究背景

创新是企业推出新产品、新服务的关键环节，对于企业保持长期竞争力具有重要作用。《国家中长期规划纲要》明确指出，企业是市场创新的主体，推进国家自主创新能力提升的重点在企业。相比于没有创新活动的企业，企业进行创新活动不仅可以使企业自身获得更好的发展，更为重要的是，企业通过创新不断激发自身活力，从而实现整个经济市场的活力竞相迸发。企业的许多创新决策是由企业管理者个人决定的，管理者的能力及个人特质会影响企业的创新意愿、创新投资及创新效率，自信且有能力的管理者对企业创新发挥积极作用。这种风险偏好被认为是管理者的一种稳定、不易改变的个体心理特征，受个体所处的社会环境、个体思维方式的影响，会影响个体的行为动机和决策，进而影响企业研发投入程度、企业创新能力的发展和企业价值的创造。

1.2. 研究意义

企业价值是一个企业未来发展的基础，体现为一个企业在市场中的竞争力、经济收益能力和可持续发展能力，从管理学角度来看，企业价值可定义为企业使得利益相关者均能够得到满意回报的能力，它与企业的诸多决策密切相关，长远来看，企业的创新决策是影响企业未来价值创造的一个重要因素。企业作为国家自主创新的主体，其创新动力与能力的大小对于提升国家整体创新实力有着重要的作用。现阶段，中国企业内外部发展环境日趋复杂，未来发展不确定性增加，只有持续创新升级才能获得不竭发展的动力与不断增强的竞争力。因此，关于企业创新的影响因素及其作用路径的研究，不仅具有很强的理论意义，而且对于提升企业创新效率、促进企业创新，甚至对于提升中国整体经济竞争力都有着重要的现实意义。

1.3. 文献综述

易靖韬等(2015) [1]基于 A 股上市公司数据研究发现，过度自信的管理者会促进企业增加对研发创新的投入和产出，显著提升了企业创新绩效；谢作渺等(2019) [2]以民族地区 A 股上市公司为研究样本，研究发现，当企业拥有较低的研发投入水平时，其创新绩效会受到影响，而企业的政治关联背景降低了企业的研发投入；刘晶晶(2019) [3]提出，管理者风险偏好程度对企业创新绩效有显著的正向影响，并且股权制衡度对两者之间的关系有显著的负向调节作用；苏日娜等(2022) [4]探究了管理者风险偏好对企业创新激励效果的影响，并提出有效的创新激励机制能够激励管理者促进企业创新；邓同明(2022) [5]从产权异质性角度探究了管理层风险偏好对企业创新的影响，提出管理层风险偏好与企业创新呈正相关关系；陈俊钢(2022) [6]提出，管理者的风险偏好程度与企业研发投入水平呈正相关关系。

杨琦等(2023) [7]发现, 管理层的风险偏好程度会影响其经营管理决策, 进而对企业价值产生影响, 提出管理层风险偏好与企业价值正相关。已有文献均展现了管理层风险偏好对企业发展的某一方面存在正向或者负向影响, 但鲜少有文献研究管理者风险偏好对企业价值的影响路径。因此, 本文的研究贡献主要是探究了管理者风险偏好对企业价值的影响效果, 探讨了企业创新能力作用于管理者风险偏好与企业价值的内在中介效应, 拓展了管理者风险偏好对企业价值影响路径的研究, 为进一步促进企业价值提升、激发企业创新动力提供新的思路。

2. 理论分析与研究假设

企业的创新活动通常需要大量的研发投入, 研发投入通常具有高度的不确定性、长周期、成本收益不对称性, 并且研发投入与预期带来的回报也并非完全正相关, 这取决于管理者对于创新项目方向的选取与重视程度, 是企业创新能力在投入与产出效率方面的反映。所以在面对研发投入的风险特征时, 管理者对于风险的衡量标准以及个人对于风险的接纳程度, 对企业研发投入力度以及创新绩效的产出会产生实质性影响。管理者风险偏好理论认为, 风险偏好度高的管理者会对创新活动抱有更高的热情, 愿意投入更多资金和研发人员开展创新活动, 以求能够不断研发出新产品获得持续的市场竞争优势, 为企业争取更多的发展机遇, 进而促进企业价值的提升; 风险厌恶的管理者则会对创新活动表现出抵触甚至是抗拒, 认为创新活动的风险远大于其风险承受能力, 从而选择投入更少的资源以支持创新, 从长远来看, 不利于企业创新能力的发展, 进而影响企业价值的提升。创新决策作为企业的一项复杂决策, 外部环境复杂多样, 涉及信息量大, 面临着较高的决策风险, 因此管理层风险偏好会对创新决策有显著影响。例如年龄越大的管理层受制于接受习惯和接受能力, 他们往往不愿对现有环境进行改变, 因此风险偏好程度越低, 对于创新的态度越趋于保守, 不利于企业创新活动的开展。委托代理理论认为, 管理层与股东之间存在第 I 类代理问题, 由于企业经营权与控制权的分离, 股东与管理层之间存在信息不对称的现象, 管理层通常以自身利益最大化为出发点去参与日常经营决策, 这与股东利益最大化和企业价值最大化的目标是矛盾的。市场上许多投资项目都有着风险与收益并存的特点, 相较于管理者, 股东可能更偏好于高风险的项目以求带来更高的回报, 对于较为保守的管理层而言, 他们对于风险的承受能力较弱, 可能会减少对此类项目的投资, 因此可能会丧失许多给企业创造价值、给股东带来利益的机会。

因此本文提出研究假设:

H1: 管理层风险偏好与企业价值呈正相关关系;

H2: 管理者风险偏好能正向促进企业创新能力的发展;

H3: 企业创新能力在管理者风险偏好与企业价值之间的关系中起着中介作用。

3. 研究设计

3.1. 样本选择与数据来源

本研究所用的样本相关数据均来自于 CSMAR 数据库。选取 2013~2018 年我国沪深 A 股主板上市公司为样本, 并对样本进行如下处理: 剔除所有的 ST 和 PT 类企业; 将金融保险行业中的上市公司样本剔除; 将数据不完整或缺失的公司删除; 对主要连续变量进行了 1% 的 Winsorize 处理, 以消除异常值对回归结果的影响。本文最终获得 1872 个上市公司的年度样本观测值。

3.2. 相关变量定义

3.2.1. 被解释变量

被解释变量为企业价值。本文采用 TobinQ 值来衡量企业价值。 $TobinQ = \text{市场价值} / \text{企业重置成本} =$

(股权市值 + 债权市场价值)/期末总资产。其中，非流通股市值用净资产代替，债权市场价值用债务账面价值代替。

3.2.2. 解释变量

解释变量为管理者风险偏好，本文借鉴国内学者汤颖梅等[8]、龚光明等[9]提出的管理者风险特质衡量指标来对管理层风险偏好进行测量，用 MRP 表示管理层风险偏好：

$$\begin{aligned} \text{MRP} &= \frac{\text{风险资产总计}}{\text{资产总计}} = \frac{\text{短期风险资产} + \text{长期风险资产}}{\text{资产总计}} \\ &= \frac{(\text{交易性金融资产} + \text{应收账款} + \text{可供出售金融资产} + \text{持有至到期投资} + \text{投资性房地产})}{\text{资产总计}} \end{aligned}$$

3.2.3. 中介变量

中介变量为企业创新能力，企业创新主要从研发投入和研发产出两个角度进行衡量。

本文借鉴前人的研究[5]，在实证检验中采用研发投入类指标，以企业研发投入/营业收入作为企业创新能力的衡量指标。

3.2.4. 控制变量

根据现有研究，上市公司企业价值受到企业特征等方面因素的影响。因此，本文参照已有研究，引入企业规模、资产负债率、企业成长性、两职合一、企业年龄、股权集中度和独立董事占比等作为控制变量，同时加入了行业虚拟变量和年度虚拟变量控制行业和年度效应。

3.3. 模型设定

各变量的名称如表 1 中介效应变量定义所示。

表 1 展示的是中介效应模型中涉及到的因变量、自变量、中介变量和控制变量。

Table 1. Definition of mediating effect variables

表 1. 中介效应变量定义

变量类型	变量名称	变量符号	变量定义
因变量	企业价值	<i>Tobinq</i>	(每股价格 × 流通股股数 + 每股净资产 × 非流通股股数 + 负债账面价值)/总资产
自变量	管理层风险偏好	<i>MRP</i>	(交易性金融资产 + 应收账款 + 可供出售金融资产净额 + 投资性房地产 + 持有至到期投资)/资产总计
中介变量	企业创新能力	<i>INO</i>	研发支出/营业收入
	企业规模	<i>Size</i>	ln(企业期末资产总额)
	资产负债率	<i>Lev</i>	总负债/总资产
	企业年龄	<i>Age</i>	ln(观测年度 - 企业成立年度 + 1)
	股权集中度	<i>Top1</i>	第一大股东持股比例
控制变量	企业成长性	<i>Growth</i>	(企业当期营业收入 - 上期营业收入)/上期营业收入
	两职合一	<i>Dual</i>	董事长与总经理为同一个人为 1，否则为 0
	独立董事比例	<i>Indratio</i>	独立董事人数/董事会总人数
	行业	<i>Industry</i>	行业虚拟变量
	年度	<i>Year</i>	年度虚拟变量

$$Tobinq = \alpha_0 + \alpha_1 MRP + \alpha_2 Size + \alpha_3 Lev + \alpha_4 Age + \alpha_5 Top1 + \alpha_6 Growth + \alpha_7 Dual + \alpha_8 Indratio + industry + year + \varepsilon \quad (1)$$

$$INO = \beta_0 + \beta_1 MRP + \beta_2 Size + \beta_3 Lev + \beta_4 Age + \beta_5 Top1 + \beta_6 Growth + \beta_7 Dual + \beta_8 Indratio + industry + year + \varepsilon \quad (2)$$

$$Tobinq = \gamma_0 + \gamma_1 MRP + \gamma_2 INO + \gamma_3 Size + \gamma_4 Lev + \gamma_5 Age + \gamma_6 Top1 + \gamma_7 Growth + \gamma_8 Dual + \gamma_9 Indratio + industry + year + \varepsilon \quad (3)$$

4. 研究结果与分析

4.1. 描述性统计分析

表 2 描述性统计分析报告了主要变量的描述性统计结果。从表中可以看出, 企业价值(*Tobinq*)的最大值为 19.1145, 最小值为 0.711, 平均值为 2.02998, 表明不同样本公司的企业价值差别较大。管理层风险偏好(*MRP*)的最大、最小值均为正数, 且标准差较小, 表明研究样本企业管理层普遍存在风险偏好的特征。企业创新能力(*INO*)的最大值为 54.65, 最小值为 0, 表明各企业在创新水平之间存在较大差异。其他控制变量各项与以往研究相似, 均在合理范围。

Table 2. Descriptive statistical analysis

表 2. 描述性统计分析

变量名	N	最小值	最大值	平均值	标准差	方差
企业价值	1872	0.711	19.1145	2.02998	1.3267685	1.76
管理者风险偏好	1872	0.0002	0.7805	0.147701	0.1133539	0.013
企业创新能力	1872	0	54.65	3.594749	4.3631061	19.037
企业年龄	1872	1.7047	3.6462	2.952538	0.2810262	0.079
企业成长性	1872	-0.6412	7.5361	0.128109	0.3585378	0.129
企业规模	1872	19.6399	28.2526	23.128367	1.4122867	1.995
资产负债率	1872	0.037	0.976	0.485835	0.1907522	0.036
独立董事比例	1872	0.2308	0.8	0.374473	0.0610756	0.004
第一大股东持股例	1872	3.62	79.734	36.989029	15.3726132	236.317

4.2. 相关性分析

Table 3. Correlation analysis

表 3. 相关性分析

	企业价值	管理者风险偏好	企业创新能力
企业价值	1	0.078** <0.001	0.257** <0.001
管理者风险偏好	0.078** <0.001	1	0.189** <0.001
企业创新能力	0.257** <0.001	0.189** <0.001	1

注: **在 0.01 级别(单尾), 相关性显著。

各变量的相关系数见表3相关性分析。从表3相关性分析的相关性检验可知：1) 管理者风险偏好与企业价值的相关系数为0.078，且在1%水平下显著，表明管理者风险偏好对企业价值具有正向促进作用，验证了假设H1的正确性；2) 管理者风险偏好与企业创新能力之间的相关系数为0.189，并通过1%水平检验，表明管理者风险偏好对企业创新能力有正向的促进作用，这与假设H2一致；3) 企业创新能力和企业价值的相关系数为0.257，且相关系数在1%水平下显著，说明企业创新能力的提高会增加企业价值；4) 资产周转率、资产负债率、企业年龄等一系列控制变量与企业价值均存在1%水平上的显著性关系，说明这些控制变量确实会影响企业价值。通过分析可得主要变量间的相关性较强，数据较好。

4.3. 中介效应分析

Table 4. Mediating effect test using hierarchical regression method

表4. 层次回归法进行中介效应检验

模型	模型一		模型二		模型三	
因变量	企业价值		企业创新能力		企业价值	
指标	β	t	β	t	β	t
管理者风险偏好	0.078	3.399**	0.189	8.309***	0.031	1.358
企业创新能力					0.251	11.052***
R方	0.006		0.036		0.067	
调整后R方	0.006		0.035		0.066	
F	11.550***		69.047***		122.141***	

注：模型一、模型二采用一元线性回归法，模型三采用多元线性回归法。*表示 $p < 0.05$ ，**表示 $p < 0.01$ ，***表示 $p < 0.001$ ， p 值表示显著性水平。

根据表4层次回归法进行中介效应检验可以看出，在第一步(模型一)的检验中，管理者风险偏好对企业价值存在显著的影响关系($\beta = 0.078, p < 0.01$)，说明总效应成立。在模型二的检验中，管理者风险偏好对于企业创新能力存在显著的影响关系($\beta = 0.189, p < 0.001$)，同时在第三步(模型三)检验中，管理者风险偏好对于企业价值的影响效果不显著($\beta = 0.031, p > 0.05$)，企业创新能力对于企业价值存在显著的影响效果($\beta = 0.251, p < 0.001$)，因此说明企业创新能力在模型中的中介作用成立，并且为完全中介，验证假设H3成立。

根据系数检验的结果可以计算出中介作用的间接效应为： $0.189 \times 0.251/0.078 = 61\%$ ，直接效应占比为 $0.031/0.078 = 39\%$ 。

4.4. 稳健性检验

为确保研究结果的稳健性，改变被解释变量企业价值的衡量方式。采用股权市值与资产总计、无形资产净额与商誉净额三者之差的比值来衡量企业价值。

表5替换变量后的相关性分析和表6替换被解释变量后的Bootstrap中介效应检验结果为稳健性检验结果。回归结果与前文结论保持一致，充分体现出本文研究结论依然稳健。由检验结果可知，替换被解释变量后，管理层风险偏好(MRP)系数为0.061，在1%的水平上显著；企业创新能力与企业价值之间的相关系数为0.261，并通过1%水平检验，表明企业创新能力对企业价值有正向的促进作用，这与假设H2一致；通过Bootstrap检验，间接效应成立，直接效应不成立，说明是完全中介，这与假设H3相符。

Table 5. Correlation analysis after replacing variables
表 5. 替换变量后的相关性分析

	企业价值	管理者风险偏好	创新能力
企业价值	1	0.061**	0.261**
管理者风险偏好	0.061**	1	0.189**
创新能力	0.261**	0.189**	1
	0.004	0.004	0
	0	0	0

注: **在 0.01 级别(单尾), 相关性显著。

Table 6. Results of the Bootstrap mediation effect test after replacing the dependent variable
表 6. 替换被解释变量后的 Bootstrap 中介效应检验结果

效应关系	效应值	LLCI	ULCI	效应占比
总效应	0.7049	0.1802	1.2296	
直接效应	0.1395	-0.3774	0.6564	20%
间接效应	0.5654	0.3866	0.7852	80%

5. 讨论

本文得出的结论主要有以下两点:

第一, 管理者风险偏好对企业创新能力的影 响是积极的, 本文的实证结果证实, 管理者风险偏好能显著提高企业的创新能力。相较于风险厌恶的管理者, 风险偏好的管理者更愿意承担创新活动的高风险, 也更有动力增加创新投入、增强创新能力。所以说, 企业如果聘用风险偏好型的管理者, 会对提高创新能力有积极影响。

第二, 通过发展企业创新能力, 管理者风险偏好会进一步提升企业价值。企业创新能力在管理者风险偏好与企业价值之间发挥着中介作用, 且为完全中介。拥有高风险偏好的管理者会在面临有高风险高收益的创新决策时, 有更大意愿进行风险性的经营活动, 进而提高企业的创新能力。因此, 在企业面临发展机遇时, 风险偏好型管理者更容易发掘自身优势, 做出符合利益最大化的决策, 企业的价值也会相应提升。

参考文献

- [1] 易靖韬, 张修平, 王化成. 企业异质性、高管过度自信与企业创新绩效[J]. 南开管理评论, 2015, 18(6): 101-112.
- [2] 谢作渺, 王建文, 韦安琪. 高管政治背景对企业创新绩效的影响——基于民族地区企业数据的研究[J]. 财经理论研究, 2019(4): 1-7. <https://doi.org/10.13894/j.cnki.jfct.2019.04.001>
- [3] 刘晶晶. 股权制衡度、管理者风险偏好与创新绩效的实证研究[D]: [硕士学位论文]. 济南: 山东大学, 2019.
- [4] 苏日娜, 程新生, 杨晓萍, 等. CEO 激励、风险偏好与企业创新[J]. 管理评论, 2022, 34(11): 65-74. <https://doi.org/10.14120/j.cnki.cn11-5057/f.2022.11.021>
- [5] 邓同明. 管理层风险偏好与企业创新——基于产权异质性视角[J]. 科技创业月刊, 2022, 35(11): 62-64.
- [6] 陈俊钢. 管理层风险偏好、管理层持股与研发投入[D]: [硕士学位论文]. 上海: 上海财经大学, 2022. <https://doi.org/10.27296/d.cnki.gshcu.2022.001515>
- [7] 杨琦, 张思芮. 管理层风险偏好、股权激励与企业价值[J]. 中国集体经济, 2023(19): 48-51.

- [8] 汤颖梅, 王怀明, 白云峰. CEO 特征、风险偏好与企业研发支出——以技术密集型产业为例[J]. 中国科技论坛, 2011(10): 89-95. <https://doi.org/10.13580/j.cnki.fstc.2011.10.001>
- [9] 龚光明, 曾照存. 公司特有风险、管理者风险特质与企业投资效率——来自中国上市公司的经验数据[J]. 经济与管理研究, 2013(11): 67-75. <https://doi.org/10.13502/j.cnki.issn1000-7636.2013.11.008>