

信息的中介抑或遮掩：企业家精神与公司估值

——基于分析师跟踪视角

宋玉禄¹, 陈欣²

(1. 云南大学 会计学院, 昆明 650500; 2. 上海交通大学 上海高级金融学院, 上海 200240)

摘要:以2010—2017年上市公司为样本,研究企业家精神对企业估值的影响及其影响路径机制。研究发现:企业家精神能够有效提升企业估值,且在民营企业中更为显著;从信号传递理论角度分析,发现分析师在企业家的经营精神和创新创业精神与企业估值之间发挥信息中介作用,而对战略决策精神与企业估值之间却起到了信息遮掩作用。进一步研究发现,市场化程度越高越利于企业家精神发挥的积极性,并加强分析师信息中介效应和缓解其遮掩效应。研究结果为民营上市公司如何提升企业的市场价值提供了经验证据,并提出政策建议推进企业家精神的发展和积极作用的发挥。

关键词:民营上市公司;企业家精神;路径机制;市场价值;分析师跟踪

中图分类号:F272.2 **文献标志码:**A **文章编号:**1002-980X(2019)10-0025-18

十九届三中全会上强调我国要深化供给侧结构性改革,加快建设创新型国家,建设知识型、技能型、创新型劳动者大军,弘扬劳模精神和工匠精神。熊彼特也指出必须通过创新来推动经济发展,而创新的主要源头就是企业家精神即“创造性的破坏”活动。同时会上还强调指出要坚持新发展理念,毫不动摇鼓励、支持、引导非公有制经济发展,使市场在资源配置中起决定性作用。非公有制经济发展情况已然成为我国市场化程度的晴雨表,而市场化竞争强度更是企业创新源泉之所在,亦是企业家精神是否可以充分发挥的重要影响因素。因此探究企业家精神发挥是否可以提高我国民营企业市场价值?以及其中路径机制又将是什么?已然成为有待研究的一个重要命题。

为了探究上述命题,借鉴前人企业家精神量化框架,并参照习近平总书记对新时代企业家精神的要求:创新是核心内涵,责任、担当是使命,工匠精神是精髓。首先,采用主成分分析法构建了三个角度的企业家精神:基于长期生产发展的战略决策精神、创新创业精神和市场经营精神,描述出新时代企业家精神内涵,其中企业家的创新创业精神是核心内涵,日常经营精神是保证企业盈利的基本责任和使

命,基于长期生产发展战略决策精神是企业家精益求精的工匠精神表现。其次,采用双向固定效应法和控制年度和行业的最小二乘法,研究均发现企业家精神对企业估值具有显著的促进作用。最后,利用 Heckman 两步法控制样本自选择问题和 Heckman 两阶段最小二乘法控制模型内生性问题后,发现结果依然稳健。此外,本文进一步从分析师跟踪信息渠道中介视角研究分析企业家精神对公司估值的影响,发现企业家日常经营精神高和创新创业精神高的企业更会得到分析师的青睐,对企业估值正向促进作用起到了互补中介效果;而企业家基于长期生产发展的战略决策精神较高的企业并没有很好地得到分析师的关注,本文认为产生这种现象的原因一方面是,企业的长远战略决策增加投资带来的收益具有较大的不确定性,而且企业对于自身战略部署不愿为竞争对手悉知具有较强保密性,分析师不易获得了解;另一方面对于更加关注企业短期投资回报的分析师不愿意去关注这样时间成本过长、具有一定风险的企业,因此在企业家长远战略决策和企业估值之间并没有发挥互补中介效应作用。这在一定程度上也与当下 A 股市场的现实状况相吻合,因为中国 A 股市场大部分是由散户构成,为了

收稿日期:2019-09-13

基金项目:国家社会科学基金项目“中国村庄公共物品配置模式研究”(15XJY019);云南大学基金项目“激励还是抑制:经济政策不确定性与企业研发投入”(2018z018);云南大学基金项目“基于复杂网络的‘一带一路’沿线国家间能源合作及影响因素分析”(YDY17004)

作者简介:宋玉禄(1992—),男,云南德宏人,云南大学会计学院会计学博士研究生,研究方向:会计理论;陈欣(1975—),男,上海人,上海交通大学上海高级金融学院会计系教授,博士研究生导师,研究方向:资本市场和财务会计。

更好地带动股民的投资热情,分析师会更加关注短期利润较高和创新能力较强的、可以短时间间给企业带来巨大收益的企业,而忽略了那部分基于长期战略视角发展的企业。

本文的研究具有一定程度的现实意义:自十九大提倡发挥新时代企业家精神以来,企业家精神发挥已然成为推进我国经济发展方式转变的重要力量。随着非公有制企业最近几年的蓬勃发展,马云、雷军、董明珠等具有鲜明企业家精神特点的领军者带领旗下新兴企业也相继创下了巨额收益的神话,企业估值也得到巨大提高。如何发挥企业家劳模精神和工匠精神,来提高企业的市场价值,促进非公有制经济的蓬勃发展已成为时代关注的问题。此外,对于分析师作为企业和投资者之间的桥梁,会对不同特征的企业家精神对市场价值影响起到的中介作用会有什么特点呢?企业家为此应该如何充分发挥自身的能力帮助企业度过经济转型这样的攻关期?采取什么样策略和方式?行业市场的集中程度和资本市场有效程度是否促进资源的合理分配和有效配置,又对企业家精神的发挥有什么样的影响?本文的研究一定程度上解决了上述提出的问题,为企业家应当如何影响企业估值提供部分方法和思路,同时也为分析师在企业 and 投资者之间如何扮演好信息中介的角色提供一些建议和思路。

而本文相较于已有研究作出以下几点贡献:①已往有关企业家精神的研究大多只是基于宏观层面的研究,如地区企业家精神对经济增长的影响研究^[1-3],基于企业微观视角的研究还是相对较少,部分研究从企业家精神的行业异质性以及其对企业的经营绩效影响研究着手,而本文从微观企业视角考查企业家精神对企业估值的影响研究目前还较为缺乏^[4-5],这在一定程度上补充了已有文献;②以往的有关企业家精神文献大多只是从单一的创新精神、冒险精神、竞争精神^[6-7]一方面着手研究企业家精神对企业或者是地区经济发展的贡献,却忽略了企业家精神可能更多地表现出的是一种综合性的能力,本文借鉴以往 Covin 和 Slevin^[8]、Hung^[9]的企业家精神研究框架全球创业观察(global entrepreneurship monitor, GEM),并结合习近平总书记对新时代企业家精神内涵提出的要求,采用主成分分析法提出了企业家的经营精神、创新创业精神、长远的战略决策精神三种企业家精神;③目前关于探讨企业家精神对企业估值的影响路径机制的文献很缺少,本文从不同角度量化企业家精神,分别从信息传递角度探究了几种企业家精神发挥如何引起分析师关

注而进一步影响企业市场估值?最后,本文进一步研究分析了企业家所处的中观行业环境的市场化程度对不明确的影响。

1 理论分析与研究假设

1.1 企业家精神对企业估值的影响

从企业家精神具体经济含义来看,不同学派具有不同的观点,主要包括:基于创新视角的企业家创新与创业精神、基于承担风险视角的风险承担及冒险精神以及基于职业套利视角的市场机会识别精神等,上述三种精神最终都会具体演化为现实企业家的日常经营精神、创新创业精神和长远战略决策精神,从而对企业的市值产生实质性影响。

企业家经营精神是企业家最基本的精神,对企业估值的评估分析具有重要作用。微观企业日常经营活动都离不开企业家经营精神的发挥^[10]。企业家经营精神即企业家的经营力是企业对包括内部条件及其发展潜力在内的经营战略与计划的决策能力,以及企业上下各种生产经营活动的管理能力的总和。Prahalad^[11]提出的核心能力理论认为,经营精神是管理企业经济活动政策运行的核心能力,是企业绩效的主要影响因素。贺小刚等^[12]学者也发现经营精神和协调治理具有互补效应共同促进企业绩效提升。陈聪等^[13]也提出企业家在创业过程中必须提升自身的网络开发能力和网络经营精神。田晓明等^[14]也发现企业家经营精神有助于企业组织绩效的提升。

国内外关于企业家的精神界定很多,但一个优秀的企业家必须具备创新创业精神却得到了学者们一致的认同。企业家的核心精神正是创新创业精神,从其对企业的影响来看,相关研究表明企业的研发投入越高以及从事的研发活动数量越多,经营绩效就会得到明显提升^[15]。以 Schumpeter 为代表的德国学派在较早的时候已经对这一现象进行了解释,创新技术本身是高效率的生产活动,企业家是在利润最大化的前提下进行理性的创新活动,而后来者创造利润的效率通常会低于创新者。

企业家作为企业业绩发展的核心要素,除了上述的短期经营精神和中长期的创新创业精神外,企业家基于长期生产发展的战略决策精神对企业从长远发展和核心竞争力的培养起到了不可忽视作用。以往文献关于长远的战略决策能力对企业估值的影响,主要从管理决策、战略决策、资源配置决策^[16]等多方面探究了在职人员决策能力影响结果,均发现较强的决策能力对企业绩效提升和价值起着显著的正向促进作用。

综上所述,企业家精神总体而言对企业估值有着十分直接和关键的促进作用。剖析企业在职人员创新创业精神、长期生产发展的战略决策精神和经营精神三个能够具体体现企业家精神的指标,也对公司的市场价值发挥着重要作用。

H1:企业家精神的发挥对企业估值起着正向促进作用。

1.2 信号传递理论路径机制的分析

信息不对称和代理问题一直是阻碍投资者正确认识企业的障碍,也是影响企业正确估值的重要因素^[17]。而分析师作为企业和市场投资者之间的桥梁,分析师的跟踪和关注可以很好地充当信息传递者的角色,降低外部投资者对企业内部认识不足导致的信息不对称;此外,也为股东和经理人之间建立了沟通桥梁,降低企业的委托代理成本。分析师队伍往往具有更强专业性和独立性^[18],其对市场的敏锐性也更高。企业家精神作为影响企业业绩重要的内部因素,其必定会受到专业的分析师们的关注和跟踪,向外界资本市场和股东传递出信号,而影响企业的市场估值。因此,分析师的跟踪和关注必定会是企业家精神影响企业市场估值的一个重要信号渠道路径。

但是也要注意分析师充当信号桥梁,会引起投资者对企业家行为产生放大作用,加重企业家的经营管理压力,造成企业家短视行为,过于注重短期绩效的提升,而忽略了企业的长期投入,没有从根本上提高企业的生产效率^[19];如联想公司,当年和华为公司实力不相上下,甚至一段时间是超过华为的。但现在来看华为与联想的差距却是越来越大,可能一方面原因在于,联想上市太早,上市之后忙于圈钱而忽略企业自身核心技术的研发和未来长远的发展,因为资本市场的股东投资基于赚钱效应而产生的经济行为,更加注重企业的短期业绩而忽略不确定性和风险较高的长期战略投资,企业家为了迎合投资者这种需求,也会更加注重短期绩效提升而搁浅长期战略,而分析师却往往会在其中放大这样的短视行为赚钱效应,而不利于企业的长远发展。华为也正是认识到这一点,迟迟没有上市,而是深耕研发,立足长远发展。

此外,对于分析师亦是,作为有限理性的经济人,其有动机和利益诉求与上市公司勾结合作,故意为其发布有利报告,引起投资者的关注而提高股价,而且大部分分析师与市场投资者一样,有系统性的决策偏差,外加外来的群体压力和评级压力,会倾向于迎合短期投资者的利益诉求,为提高分析师自身声誉搞好与企业的关系,这使得分析师更加关注企

业的短期市场效应而忽略了企业长远的发展。另外从企业自身的角度分析,如果分析师跟踪和报告的越多,将会把企业更多的商业秘密暴露出去,而置企业于并购的危险当中,因此有长远发展目标的企业往往会更加关注企业自身生产能力和创新能力的提升,刻意保守自己的商业秘密,不愿被更多的分析师所关注。如华为公司迟迟没有上市,一方面原因也是由于公司上市以后承担更多信息披露义务,接受股东和媒体的监督,更多分析师的关注,许多信息都会透明化,暴露太多的商业秘密,不利于企业发展。企业的这种自我保护行为也进一步让分析师的判断产生偏差;从市场环境和分析师行业环境角度来看,目前我国有关分析师行业的制度规范还不足,宏观政府和中观行业的监管力度还不够,分析师自身的行业道德、职业水平也是参差不齐,准入门槛较低,短视行为太严重^[20]。另外市场环境亦是,上市披露不够规范,不利于分析师的追踪关注,给企业更多盈余管理的空间。

由此可见,分析师作为重要的信号传递者,其对企业内部企业家精神的关注可能由于企业家精神各自的特点存在差异。如短期的企业家经营精神,其更容易表现在企业日常经营活动中,对企业业绩的作用也会更加直接和有效,更容易得到分析师的关注;还有中长期的企业家创新创业精神,一定程度也会表现到企业的专利申请数和研发创新投入产出上,一些有眼光的分析师也会更加关注,从而在资本市场上带来更多利好的消息,促发企业市场价值的提升。故分析师在企业家经营精神和创新创业精神影响企业市场估值之间充当信息传递的中介效应角色。

而对于企业家长期的战略决策精神,一方面这样具有长远战略决策的企业家会更加关注企业内部的生产效率水平的提升而不愿意向外披露更多相关信息或过多暴露自己商业秘密,更加具有隐秘性和长期性,不利于分析师的跟踪和关注;另一方面,企业基于长远目标的战略决策投资带来的收益,往往也带有更高的不确定性和风险,分析师基于声誉机制和外来短期利益的驱使,会倾向于迎合短期投资者的利益诉求,而不愿意关注这样不确定性和风险过高的企业。因此分析师在企业家基于长期生产发展的战略决策精神影响企业市场估值之间充当遮掩效应角色,而非互补中介的角色。据此,本研究提出如下相关假设。

H2a:企业家精神会通过分析师信号传递的中介作用向市场传递信号影响到企业的市场价值。

H2b:企业家精神会通过分析师信号传递中介

作用而影响到企业的市场价值,且这种传递机制会由于企业家精神的各自特点而不同。

2 研究设计

2.1 样本选取

本研究样本来自 2010—2017 年度主板 A 股上市企业的数据。样本公司选取了在研究期间经营活动稳定,公司的主营业务性质不发生很大变化的公司,同时剔除了 ST 公司、金融行业和数据缺失比较大的公司,样本公司覆盖了各个行业。经过严格筛选,最终选择了 1555 家主板的上市公司 8 年的数据作为研究样本。本研究使用的数据主要包括企业估值、财务特征、公司治理、企业专利数、企业内部控制指数的数据,来源于 CSMAR(中国经济金融研究)、Wind(金融数据和分析工具服务商)和 DIB(迪博)数据库。本研究为了控制双向因果内生性问题对控制变量采用滞后一期的处理,对连续变量都在 1% 和 99% 分位进行了 Winsor 缩尾处理消除极端值影响,采用主成分分析法消除企业家精神测量指标之间存在的多重共线性问题。

2.2 变量定义及模型构建

为了检验企业家精神对企业估值的作用,以及之间的路径机制,本研究参考田晓明等^[14]的研究方法,构建了如下模型:

$$q_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 f_{i,t} + \sum (controls + \sum year + \sum industry + \epsilon_{i,t}; \quad (1)$$

$$mediator_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 f_{i,t} + \sum controls + \sum year + \sum industry + \epsilon_{i,t}; \quad (2)$$

$$q_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 mediator_{i,t} + \sum controls + \sum year + \sum industry + \epsilon_{i,t}; \quad (3)$$

$$q_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 f_{i,t-1} + \alpha_1 mediator_{i,t} + \sum (controls + \sum year + \sum industry + \epsilon_{i,t}。 \quad (4)$$

本研究被解释变量为企业估值。为了研究企业家精神对企业估值的影响,构建了两个衡量企业估值指标: q 和 q_1 。其中 q 用于本研究主回归, q_1 用于稳定性检验。主要解释变量企业家精神,采用 GEM 和 Hung^[9] 构建的企业家精神指标体系,并通过主成分分析法消除指标之间的共线性问题;从不同角度衡量企业家精神:企业家基于长期生产发展的战略决策精神(f_1)、创新创业精神(f_2)、日常经营精神(f_3)。另外,本研究借鉴已有文献将公司规模($size$)、资产负债率(lev)、经营现金流带息债务比

(isf)、成本利润率($profit$)、资金流($opening$)、企业内部控制情况(ic)、独立董事比($independ$)、第一大股东持股比例($top1$)、第二至第五大股东持股比例之和对第一大股东的制衡能力($idx5$)作为控制变量,加入了行业固定效应(ind)和年度固定效应($year$)。

为了论证假设 H2a、H2b,本研究引入了分析师跟踪($AnaAt$)和年报关注度($ReportAt$)两个中介变量,度量分析信号传递理论的中介效应或者遮掩效应。具体的变量描述可以参照表 1。

2.3 企业家精神量化

虽然大多数前人的研究都认同了企业家精神和企业家精神差异化配置对经济发展的重要性,但对于其合理量化却众说纷纭,并没有一致的结论。而且前人的研究大多只是从宏观角度对企业家精神进行量化,并没有从微观企业的角度进行合理量化。为了更加合理地从小观角度量化企业家精神,本研究借鉴 Covin 和 Slevin^[8]、Hung^[9] 关于企业家精神表现的框架结构,从企业的战略决策、企业内部创新和企业表现三个角度来刻画企业家基于长期生产发展的战略决策、创新创业、经营精神,如表 2 所示。其中,企业的战略决策变量刻画了企业长远市场份额占有目标和短期销售利益之间的权衡决策能力,采用长远战略决策变量人均固定资产投资和人均无形资产来量化;参照 Hébert 和 Link^[6] 指出企业家创新精神主要表现为企业家的创业精神(企业家建立新企业和自营企业的行为,采用自我雇佣率量化)和创新精神(采用企业专利或者发明数量来量化),本研究对企业内部创新变量采用企业人均专利申请数和董事长和总经理是否兼任(来分别衡量企业家研发创新精神和企业家创业精神;企业表现是代表企业的创新活动取得的创新成果,参照 C-S 模型使用销售收入的增长衡量企业创新表现,本研究亦采用销售收入增长率度量。

为了更加合理有效地度量企业家精神,本研究采用主成分分析法提取企业家精神的量化信息。从利用 STATA14 做出的主成分分析表 3 中可以看出,前三个主成分解释力度达到了 71% 以上,并且特征值都超过 1,故本研究选择了前三个作为主成分,并采用因子分析法构建了企业家精神综合指标。

$$f_1 = 0.673x_1 + 0.685x_2 + 0.273x_3 - 0.057x_4 - 0.036x_5; \quad (5)$$

$$f_2 = -0.125x_1 - 0.099x_2 + 0.656x_3 + 0.677x_4 - 0.293x_5; \quad (6)$$

表 1 变量定义

变量	变量名称	变量代码	变量定义
被解释变量	市场价值	q	企业的托宾 q 值(市值 A /(资产总计—无形资产净额—商誉净额))
		q_1	企业的托宾 q 值(市值 B /(资产总计—无形资产净额—商誉净额))
解释变量	战略决策精神	f_1	通过主成分分析法提取的企业家战略决策精神
	创新创业精神	f_2	通过主成分分析法提取的企业家创新创业精神
	经营精神	f_3	通过主成分分析法提取的企业家经营精神
中介变量	分析师跟踪	$AnaAt$	分析师对企业的关注程度
		$ReportAt$	年报对企业的关注程度
调节变量	市场化指数	$Shich$	樊纲编制的中国分省份市场化指数
	市场集中度	$Hhi5$	同年度同行业前五大市场份额企业的赫芬达尔指数
控制变量	股权制衡度	$idx5$	第二至第五大股东持股比例之和/第一大股东持股
	内部控制	ic	来自 DIB(迪博)数据库的企业内部控制指数取自然对数
	企业规模	$size$	企业年末的总资产取自然对数
	盈利情况	$Profit$	企业年末的成本利润率
	经营现金流量带息债务比	isf	经营活动产生的现金流量净额/带息债务
	资产负债率	lev	负债/资产
	第一大股东持股	$top1$	第一大股东持股股数/企业总股数
	资金流	$opening$	经营活动现金流/企业总资产
	独董比例	$indepn$	独立董事人数/董事会人数
	行业虚拟变量	ind	按照证监会 2012 年行业大类和制造业按照二级分类划分行业
	年份虚拟变量	$year$	年度虚拟变量
	地区虚拟变量	$area$	东、中、西、东北部虚拟变量
	省份虚拟变量	$province$	按照国家划分的省份和直辖市

表 2 企业家精神指标体系构成

	指标名称	指标代码	指标定义
企业家精神	企业目标决策变量	x_1	企业人均固定资产(固定资产净值/员工数)
		x_2	企业人均无形资产(无形资产净值/员工数)
	企业创新内部变量	x_3	企业人均专利申请数(专利申请数/员工数)
		x_4	董事长和总经理是否兼任(兼任为 1,否则为 0)
	企业表现变量	x_5	企业销售收入增长率

表 3 主成分分析特征值和方差贡献

Component	Eigenvalue	Difference	Proportion	Cumulative
Comp1	1.453	0.376	0.291	0.291
Comp2	1.077	0.057	0.215	0.506
Comp3	1.020	0.153	0.204	0.710
Comp4	0.867	0.284	0.173	0.883
Comp5	0.583		0.117	1.000

$$f_3 = 0.035x_1 - 0.086x_2 - 0.087x_3 + 0.480x_4 - 0.868x_5。$$

其中: f_1 主要是由企业家的战略决策变量构成,可以代表企业家战略决策精神; f_2 主要是由企业创新内部变量构成,可以代表企业家创新创业精神; f_3 主要是由企业表现变量构成,可以代表企业家经营精神。

3 实证检验与分析

3.1 主要变量的描述性统计和均值、中位数检验

从表 4 的描述性统计看,被解释变量中衡量企业估值的托宾 q 值(按照市值 A 和市值 B 计算)均值大于中位数并且标准差也比较大,表明我国上市

公司市值水平总体较高,但企业的具体市值水平分布不均匀,差距较大。此外,进行国有控股企业和民营控股企业样本的均值和中位数检验,发现有民营企业样本的企业市值(不论是按照市值 A 还是市值 B 计算)均值和中位数都显著高于国有企业样本。

解释变量企业家的决策能力 f_1 、创新创业精神 f_2 和经营精神 f_3 以及其滞后一期的变量描述性统计结果也表现出和企业估值同样的特征,不同民营上市公司的企业家创新精神差异较大、而且总体企业家的精神不是很高,不论是战略决策精神、创新创业精神还是经营精神都是如此。在分组检验中,当期和上一期的企业家创新创业精神和经营精神的中位数检验和均值检验都在 1%水平下表现出民营企业比国有企业有更高的企业家精神。

控制变量也有较大特点,从股权结构变量上来看,股权制衡度 $idx5$ 均值和中位数都小于 1 以及第一大股东 $top1$ 的持股比例在 36%左右,都反映我国上市公司的股权结构还是一股独大形式。表中结

果表明:企业独立董事比例结构、资金流构成情况、资产负债率和经营现金流带息债务比、成本费用率等方面,非国有企业情况相较于国有企业,中位数检验和均值检验都在 1%的水平下显著较好。

3.2 主要变量的相关性分析

表 5 为双变量相关系数统计检验结果。从解释变量企业家精神与被解释变量市场价值之间的相关

关系来看,企业家精神与企业估值 q 关系,总体上与本研究的预期一致,而控制变量也是如此,为进一步探究企业家精神与经营绩效之间的因果关系,本研究将开展进一步的实证回归检验。此外,任意两个变量之间均不存在相关系数显著很高的情况,不会出现严重的多重共线性问题。

表 4 主要变量的描述性统计和均值与中位数检验

变量	全样本描述性统计				民营企业			国有企业			均值检验	中位数检验
	N	$mean$	$p50$	sd	N	$mean$	$p50$	N	$mean$	$p50$	t 检验	z 检验
q	10893	2.274	1.690	2.092	6332	2.776	2.129	4561	1.577	1.097	1.198***	39.794***
q_1	10893	2.766	2.140	2.030	6332	3.206	2.529	4561	2.154	1.659	1.052***	37.055***
f_1	8330	0.039	-0.262	1.156	4734	-0.135	-0.32	3596	0.270	-0.175	-0.404***	-15.387***
f_2	8330	0.011	-0.438	1.055	4734	0.284	-0.102	3596	-0.347	-0.659	0.630***	30.766***
f_3	8330	-0.078	-0.208	0.946	4734	0.002	-0.146	3596	-0.183	-0.282	0.184***	11.370***
$idx5$	10893	0.636	0.470	0.565	6332	0.753	0.602	4561	0.474	0.285	0.278***	30.344***
ic	10568	6.502	6.521	0.118	6202	6.497	6.519	4366	6.510	6.526	-0.013***	-6.899***
$size$	10893	22.150	21.900	1.359	6332	21.71	21.590	4561	22.750	22.500	-1.041***	-38.316***
$opening$	10893	0.041	0.040	0.069	6332	0.042	0.041	4561	0.039	0.037	0.002***	2.731***
lev	10893	0.442	0.434	0.216	6332	0.373	0.358	4561	0.537	0.549	-0.164***	-38.976***
isf	10675	2.640	0.203	11.97	6201	3.401	0.268	4474	1.587	0.148	1.814***	13.118***
$cost$	10804	0.123	0.080	0.182	6313	0.142	0.106	4491	0.096	0.052	0.046***	23.752***
$inden$	10873	0.373	0.333	0.053	6325	0.374	0.333	4548	0.371	0.333	0.003***	2.543***
$top1$	10893	35.890	34.11	14.920	6332	33.590	31.660	4561	39.090	38.580	-5.498***	-18.603***
$L.f_1$	10767	0.001	-0.299	1.173	6284	-0.193	-0.370	4483	0.273	-0.192	-0.465***	-20.585***
$L.f_2$	10767	-0.005	-0.465	1.045	6284	0.261	-0.103	4483	-0.380	-0.689	0.640***	35.834***
$L.f_3$	10767	0.003	-0.147	1.005	6284	0.069	-0.088	4483	-0.090	-0.217	0.159***	10.585***

注:*,**、***分别表示回归系数的双尾检验分别在 10%、5%和 1%的水平下显著。

表 5 主要变量的相关性关系

市值 A							
q	f_1	f_2	f_3	$idx5$	ic	$size$	
q	1						
f_1	-0.018	1					
f_2	0.150***	0.027*	1				
f_3	0.037**	-0.054***	-0.018	1			
$idx5$	0.072***	-0.025*	0.031**	0.013	1		
ic	-0.088***	-0.040***	-0.042***	-0.002	-0.017	1	
$size$	-0.279***	0.182***	-0.179***	-0.024*	-0.084***	0.138***	1
$opening$	0.046***	-0.030**	-0.058***	-0.051***	-0.026**	0.150***	0.052***
lev	-0.138***	0.081***	-0.144***	0.011	-0.112***	-0.047***	0.498***
isf	0.084***	-0.069***	0.063***	-0.014	0.014	0.067***	-0.081***
$cost$	0.109***	0.015	0.030**	0.032**	0.044***	0.250***	-0.012
$inden$	0.057***	-0.003	0.127***	0.026*	-0.036***	-0.011	-0.064***
$top1$	-0.034***	-0.020	-0.015	0.007	-0.661***	0.109***	0.082***
市值 B							
	$opening$	lev	isf	$cost$	$inden$	$top1$	
$opening$	1						
lev	-0.156***	1					
isf	0.281***	-0.213***	1				
$cost$	0.231***	-0.374***	0.186***	1			
$inden$	-0.016	-0.037***	-0.003	0.015	1		
$top1$	0.068***	-0.044***	0.074***	0.090***	0.048***	1	

注:*,**、***分别表示回归系数的双尾检验分别在 10%、5%和 1%的水平下显著。

3.3 回归结果与分析

在进行回归分析之前,对所有的样本数据进行以下处理分析:首先,对样本数据进行了1%的Winsor处理,消除极端值;其次,为了避免变量的多重共线性问题,对模型中的交互项进行了中心化处理,并且进行方差膨胀因子的检验,VIF都在1左右,都小于2,表明没有多重共线性的问题;最后,在固定效应和随机效应模型选择时,通过豪斯曼检验可知,样本数据更适合采用固定效应回归模型。

从表6第(1)、(2)、(3)、(4)列的非国有企业样

本回归结果可以看出,无论采用最小二乘回归还是采用双向固定效应模型,当期的解释变量和滞后一期解释变量企业家的基于长期生产发展的战略决策精神、创新创业精神、日常经营精神都在1%显著性的水平上对企业的市场价值具有正向作用,假设H1得以验证。另外,第(5)、(6)列民营企业样本在控制了上一期的企业估值之后回归结果表明,无论是采用最小二乘法或是双向固定效应模型回归表明,企业家的基于长期生产发展的战略决策精神、创新创业精神、经营精神对企业估值增量起到了积极

表6 基础回归

方法	民营企业				民营企业增量基础回归	
	OLS		双向固定效应		OLS	双向固定效应
	<i>q</i>	<i>q</i>	<i>q</i>	<i>q</i>	<i>q</i>	<i>q</i>
变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
<i>L. q</i>					0.652*** (52.292)	0.279*** (15.976)
<i>f₁</i>	0.074*** (2.622)		0.114*** (2.850)		0.110*** (4.934)	0.138*** (3.575)
<i>f₂</i>	0.079*** (3.462)		0.229*** (5.540)		0.048*** (2.661)	0.203*** (5.106)
<i>f₃</i>	0.147*** (5.617)		0.121*** (4.873)		0.015 (0.724)	0.082*** (3.427)
<i>L. f₁</i>		0.092*** (3.745)		0.124*** (3.664)		
<i>L. f₂</i>		0.059*** (2.992)		0.127*** (3.752)		
<i>L. f₃</i>		0.125*** (5.713)		0.120*** (5.535)		
<i>L. idx₅</i>	0.215*** (3.674)	0.258*** (5.164)	0.223** (1.963)	0.390*** (4.394)	0.051 (1.103)	0.146 (1.335)
<i>L. ic</i>	0.351 (1.339)	-0.001 (-0.003)	1.485*** (5.883)	0.911*** (4.320)	0.450** (2.173)	1.375*** (5.651)
<i>L. size</i>	-1.103*** (-31.978)	-1.008*** (-35.357)	-1.189*** (-13.097)	-1.060*** (-15.891)	-0.542*** (-18.533)	-0.984*** (-11.129)
<i>L. opening</i>	2.045*** (5.041)	2.108*** (6.207)	0.777* (1.837)	0.980*** (2.771)	0.831*** (2.592)	0.486 (1.193)
<i>L. lev</i>	-0.290 (-1.599)	-0.597*** (-3.877)	0.221 (0.746)	-0.200 (-0.872)	-0.040 (-0.280)	0.287 (1.005)
<i>L. isf</i>	0.006*** (3.183)	0.006*** (3.725)	0.001 (0.342)	0.002 (1.011)	0.004*** (2.623)	0.001 (0.632)
<i>L. cost</i>	2.737*** (15.486)	2.371*** (15.873)	0.482** (2.046)	0.600*** (3.168)	0.337** (2.295)	-0.014 (-0.061)
<i>L. inden</i>	1.021** (2.114)	0.739* (1.808)	-0.217 (-0.297)	-0.119 (-0.194)	0.348 (0.913)	-0.263 (-0.374)
<i>L. top1</i>	0.014*** (5.667)	0.014*** (6.727)	0.002 (0.339)	0.007 (1.424)	0.005*** (2.591)	-0.001 (-0.174)
_cons	21.647*** (12.733)	21.939*** (14.908)	21.308*** (7.667)	18.772*** (6.754)	7.899*** (5.781)	14.530*** (5.463)
年度 & 行业	Y					
N	4531	6019	4531	619	4531	4531
adj. R-sq	0.469	0.446	0.138	0.147	0.670	0.200

注: *、**、***分别表示回归系数的双尾检验分别在10%、5%和1%的水平下显著;OLS为普通最小二乘法。

的显著正向促进作用,进一步支持了假设 H1。

从表 6 中可以发现,控制变量回归结果很稳健,股权结构变量(*top1* 和 *idx5*)都表明股权结构不应太过于集中应保持其他大股东对大股东的制衡,合适的股权结构更有利于企业估值提高;此外,现金流变量系数、盈利能力系数、经营现金流带息债务比系数和独立董事比例系数显著为正,可知企业现金流越充裕、盈利能力越强、还款能力越强、公司治理结构越好的企业,更利于企业估值的提升。

表 7 中第(1)~(4)列检验企业经营精神的信号传递中介效应模型回归,第(5)~(8)列检验企业创新创业精神的信号传递中介效应模型回归,第(9)~(12)列检验企业基于长期生产发展的战略决策精神的信号传递中介效应模型回归。结果表明:企业家经营精神通过被分析师跟踪和关注进而影响到了投资者关注而提升企业估值。具体表现为:①表中第

(1)列中企业家经营精神 f_3 的系数在 1% 的水平上显著为正,表明企业家经营精神对企业估值具有显著的促进作用;②表中第(2)列表明企业家经营精神 f_3 越高的企业越易受到分析师的关注和跟踪,系数在 1% 的水平上显著为正;③表中的第(3)列,分析师关注对企业估值的影响系数在 1% 的水平上显著为正,表明分析师的关注度越高越有利于企业估值提升;④表中的第(4)列,企业家经营精神 f_3 在 5% 的水平上显著,并且第(4)列相比第(1)列的企业家经营精神 f_3 的系数显著变小(0.139 变成 0.091)并且显著性也减小;参照温忠麟和叶宝娟^[21]的研究,进行 sobel 检验,都通过显著性检验,表明分析师在企业家经营精神发挥提升企业估值中,发挥部分中介效应角色,中介效应值为 34.771%,支持假设 H2a;另外,企业家创新创业精神亦是如此,中介效应达到了 18.718%,也支持了假设 H2a。

表 7 分析师信号传递理论中介模型

市值 A						
变量	企业家经营精神				企业家创新创业精神	
	<i>q</i>	<i>AnaAt</i>	<i>q</i>	<i>q</i>	<i>q</i>	<i>AnaAt</i>
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
<i>AnaAt</i>			0.043***	0.042***		
			(13.252)	(12.608)		
f_3	0.139***	1.164***		0.091***		
	(5.315)	(10.005)		(3.489)		
f_2					0.076***	0.334***
					(3.326)	(3.245)
<i>L.idx5</i>	0.211***	1.028***	0.173***	0.168***	0.221***	1.116***
	(3.591)	(3.942)	(2.994)	(2.908)	(3.763)	(4.242)
<i>L.ic</i>	0.342	13.722***	-0.241	-0.229	0.333	13.754***
	(1.303)	(11.769)	(-0.918)	(-0.873)	(1.267)	(11.677)
<i>L.size</i>	-1.103***	3.089***	-1.243***	-1.232***	-1.098***	3.074***
	(-32.665)	(20.590)	(-35.901)	(-35.470)	(-32.235)	(20.152)
<i>L.opening</i>	1.829***	17.871***	0.965**	1.086***	1.832***	17.324***
	(4.533)	(9.972)	(2.414)	(2.708)	(4.518)	(9.538)
<i>L.leu</i>	-0.306*	-4.523***	-0.093	-0.118	-0.266	-4.236***
	(-1.683)	(-5.595)	(-0.517)	(-0.659)	(-1.460)	(-5.190)
<i>L.isf</i>	0.007***	0.016*	0.006***	0.006***	0.006***	0.014
	(3.337)	(1.890)	(3.006)	(3.039)	(3.056)	(1.588)
<i>L.cost</i>	2.776***	7.544***	2.476***	2.463***	2.806***	7.836***
	(15.709)	(9.607)	(14.096)	(14.034)	(15.857)	(9.888)
<i>L.inden</i>	1.213**	1.571	1.181**	1.147**	1.090**	1.261
	(2.522)	(0.735)	(2.496)	(2.428)	(2.250)	(0.581)
<i>L.top1</i>	0.013***	0.026**	0.013***	0.012***	0.014***	0.030***
	(5.559)	(2.463)	(5.289)	(5.190)	(5.754)	(2.805)
<i>_cons</i>	21.612***	-145.125***	27.937***	27.646***	21.645***	-144.702***
	(12.690)	(-19.180)	(16.045)	(15.879)	(12.685)	(-18.937)
年度 & 行业	Y					
Z 统计值	7.837***				3.15***	
中介效应的效应值(%)	34.771				18.718	
N	4 531	4 531	4 531	4 531	4 531	4 531
adj. R-sq	0.467	0.281	0.484	0.485	0.465	0.267

续表 7

市值 B						
变量	企业家创新创业精神		企业家战略决策精神			
	q	q	q	$AnaAt$	q	q
	(7)	(8)	(9)	(10)	(11)	(12)
$AnaAt$	0.043***	0.043***			0.043***	0.045***
	(13.252)	(13.113)			(13.252)	(13.681)
f_2		0.062***				
		(2.751)				
f_1			0.068**	-1.051***		0.115***
			(2.393)	(-8.346)		(4.112)
$L.idx5$	0.173***	0.173***	0.227***	1.037***	0.173***	0.180***
	(2.994)	(2.998)	(3.854)	(3.966)	(2.994)	(3.119)
$L.ic$	-0.241	-0.256	0.394	13.334***	-0.241	-0.205
	(-0.918)	(-0.977)	(1.496)	(11.382)	(-0.918)	(-0.783)
$L.size$	-1.243***	-1.230***	-1.126***	3.228***	-1.243***	-1.271***
	(-35.901)	(-35.226)	(-32.831)	(21.159)	(-35.901)	(-36.067)
$L.opening$	0.965**	1.090***	1.741***	15.870***	0.965**	1.027**
	(2.414)	(2.711)	(4.308)	(8.832)	(2.414)	(2.572)
$L.lev$	-0.093	-0.085	-0.274	-4.354***	-0.093	-0.079
	(-0.517)	(-0.471)	(-1.505)	(-5.371)	(-0.517)	(-0.439)
$L.isf$	0.006***	0.005***	0.007***	0.013	0.006***	0.006***
	(3.006)	(2.802)	(3.400)	(1.509)	(3.006)	(3.161)
$L.cost$	2.476***	2.470***	2.794***	8.245***	2.476***	2.424***
	(14.096)	(14.070)	(15.762)	(10.460)	(14.096)	(13.785)
$L.inden$	1.181**	1.036**	1.266***	2.087	1.181**	1.172**
	(2.496)	(2.179)	(2.628)	(0.974)	(2.496)	(2.483)
$L.top1$	0.013***	0.013***	0.014***	0.027**	0.013***	0.013***
	(5.289)	(5.309)	(5.823)	(2.497)	(5.289)	(5.429)
$_cons$	27.937***	27.844***	21.754***	-145.651***	27.937***	28.300***
	(16.045)	(16.000)	(12.740)	(-19.183)	(16.045)	(16.261)
年度 & 行业	Y					
Z 统计值	3.15***		-7.125***			
中介效应的效应值(%)	18.718		-69.709			
N	4531	4531	4531	4531	4531	4531
adj. R-sq	0.484	0.485	0.465	0.276	0.484	0.486

注：*、**、*** 分别表示回归系数的双尾检验分别在 10%、5% 和 1% 的水平下显著。

然而,研究分析企业家基于长期生产发展的战略决策精神的信号中介效应发现,分析师在企业家基于长期生产发展的战略决策精神和企业估值之间充当了遮掩效应的角色。具体分析如下:①表中第(9)列中企业家战略决策精神(f_1)的系数在 1% 的水平上显著为正,表明企业家战略决策精神对企业估值具有显著的促进作用。②表中第(10)列表明企业家战略决策精神(f_1)越高的企业不易受到分析师的关注和跟踪,系数在 1% 的水平上显著为负。③表中的第(12)列,企业战略决策精神 f_1 在 1% 的水平上显著为正,并且第(9)列中 f_1 系数 0.068 与第(10)列中 f_1 系数 -1.051 乘积的符号与第(12)列中 f_1 系数 0.115 符号相反,参照温忠麟和叶宝娟^[21]的研究,进行 sobel 检验,都通过显著性检验,表明分析师在企业家基于长期生产发展的战略决策精神与企业估值的产生竞争性中介或者遮掩效应,

竞争性中介或者遮掩效应值为 69.709%;支持了假设 H2a。同时,比较不同特点的企业家精神,分析师在其中充当的角色也各有特点,分析师在日常经营的企业家经营精神、企业家创新创业精神对企业估值影响中充当了互补中介效应变量的作用,而分析师在基于长期生产发展的战略决策精神与企业估值之间充当了竞争性中介效应或者遮掩效应的角色,支持了假设 H2b。

4 稳健性检验

4.1 国有企业样本中企业家精神的讨论

在我国特有的制度背景下,国有企业与民营企业各具特点。国有企业与民营企业不同,首先,从高管动机方面。不同于民营企业通过建立有效的报酬制度来激励高管提升公司绩效^[14],国有企业高管同时具备“经济人”和“政治人”的双重属性,其动机主

要在于晋升^[13]；而这种晋升动机更多可能是政治因素，会导致高管采取更利于晋升的相机抉择机制^[22]和不求有功但求无过的保守型经营理念。此外，国有企业管理层的利益与企业的兴衰缺乏直接的联系，形成财产约束软化的通病^[12]，不利于企业家精神发挥。因此张莉艳和高闯^[23]认为在这种行政机制下国有企业是不利于企业家精神的发挥。

其次，以张维迎为代表的经济学家从经营环境和经营风险的差异角度评定国有企业的企业家精神。国有企业相比民营企业，与政府有着天然联系，享受着更多的先天优势资源和政府的“隐性担保”，生存的市场经营环境较为宽松和面临的政策性任务完成风险也较低^[24]；而民营企业却不同，往往需要自负盈亏，甚至是独自面对退市和破产的风险，以及来自于同行业激励竞争，环境更为恶劣，市场主导下的生存风险和发展风险，不确定性更高^[25]。因此，在民营企业中可能会更加利于培养优秀的企业家。李新春^[15]也认为国有企业固有的这种体制也不利于优秀企业

家产生，国企高管更像是政府官员而非职业经理人。

由此可知，高管动机、经营环境和经营风险的差异以及承担社会责任的差异导致国有企业相较于民营企业企业家精神的发挥程度受到了很大的限制^[26]。因此，国有企业相较于民营企业，企业家精神对企业绩效的贡献也受到很大的影响。

表 8 中第(1)、(2)、(3)、(4)列对比研究国有企业样本，从回归结果中可以发现当期的企业家精神指标变量对企业价值影响都不显著，而滞后一期也仅仅只有企业家创新创业精神在 10% 的水平上显著为正。另外，第(5)、(6)列中，国有企业样本也是控制了上一期的企业估值之后，发现企业家的基于长期生产发展的战略决策精神、创新创业精神、经营精神对企业估值增量起到的作用，但不显著，由此可知国有企业企业家角色作用发挥并不显著，将国有企业与民营企业的回归结果对比分析可以发现，民营企业的企业家精神对企业估值更显著。故本研究样本选择非国有企业。

表 8 安慰剂检验

方法	国有企业				国有企业增量基础回归	
	OLS		双向固定效应		OLS	双向固定效应
	<i>q</i>	<i>q</i>	<i>q</i>	<i>q</i>	<i>q</i>	<i>q</i>
变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
<i>L. q</i>					0.704***	0.351***
					(19.181)	(7.373)
<i>f1</i>	0.038		-0.038		0.040**	-0.028
	(1.027)		(-1.238)		(1.966)	(-1.070)
<i>f2</i>	0.054		0.028		0.019	0.053
	(1.349)		(0.565)		(1.005)	(1.260)
<i>f3</i>	0.024		-0.042		-0.097***	-0.075***
	(0.801)		(-1.643)		(-3.450)	(-2.865)
<i>L. f1</i>		0.054		0.005		
		(1.576)		(0.302)		
<i>L. f2</i>		0.081*		0.089**		
		(1.819)		(2.124)		
<i>L. f3</i>		0.024		0.032**		
		(1.024)		(2.021)		
<i>L. idx5</i>	0.312***	0.311***	0.240***	0.202***	0.034	0.142**
	(3.805)	(4.056)	(2.746)	(2.899)	(0.868)	(2.101)
<i>L. ic</i>	0.888***	0.618**	0.838***	0.567***	0.416***	0.680***
	(3.458)	(2.470)	(4.166)	(3.241)	(3.250)	(4.317)
<i>L. size</i>	-0.584***	-0.566***	-0.952***	-0.821***	-0.194***	-0.555***
	(-11.626)	(-11.099)	(-6.187)	(-7.368)	(-9.477)	(-6.458)
<i>L. opening</i>	-0.324	-0.206	-0.497	0.047	-0.522*	-0.631*
	(-0.530)	(-0.395)	(-1.224)	(0.143)	(-1.830)	(-1.922)
<i>L. lev</i>	-1.293***	-1.303***	0.571*	0.025	-0.302*	0.627**
	(-3.830)	(-4.204)	(1.718)	(0.098)	(-1.900)	(2.444)
<i>L. isf</i>	0.008***	0.010***	0.004	-0.002	-0.000	-0.000
	(2.724)	(3.060)	(1.248)	(-0.612)	(-0.183)	(-0.122)
<i>L. cost</i>	1.557***	1.443***	1.050***	0.847***	0.129	0.409
	(4.136)	(4.409)	(2.765)	(3.003)	(0.912)	(1.402)

续表 8

方法	国有企业				国有企业增量基础回归	
	OLS		双向固定效应		OLS	双向固定效应
	q	q	q	q	q	q
变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
$L. inden$	1.790*** (2.820)	1.667*** (2.827)	0.685 (1.184)	0.409 (0.898)	0.564** (2.155)	0.299 (0.664)
$L. top1$	0.007*** (2.641)	0.007*** (2.700)	0.007 (1.269)	0.006 (1.338)	0.001 (0.543)	0.005 (1.147)
$_cons$	8.045*** (5.388)	9.449*** (6.375)	17.073*** (5.552)	15.290*** (6.792)	1.370* (1.805)	8.599*** (4.410)
年度 & 行业	Y					
N	4531	6019	4531	6019	3383	3383
adj. R-sq	0.469	0.446	0.138	0.147	0.758	0.370

注: *、**、*** 分别表示回归系数的双尾检验分别在 10%、5% 和 1% 的水平下显著; OLS 为普通最小二乘法。

4.2 内生性问题讨论

为了较好解决企业存在的内生性问题,本研究在前面的回归中简单地对解释变量和控制变量采用滞后一期,加入了年度和行业的虚拟变量,以及面板数据部分控制了企业存在的内生性问题,缓解反向因果等内生性问题;但可能还有遗漏变量存在,导致回归分析残差项与自变量存在相关性关系,产生内生性问题。为了进一步规范处理企业家精神对企业估值的内生性问题,本研究参考李春涛和宋敏^[27]采用的区域—行业平均值作为工具变量的逻辑,进一步采用企业家的战略决策精神、企业家的创新创业精神、企业家经营精神的上一年度年度—行业—省份地区的平均值作为工具变量,因为企业家精神的上一年度年度—行业—省份地区的平均值并不会直接影响企业估值,而是通过影响个体企业家精神继而影响到企业估值。另外,本研究选择的样本回归对象是具有企业家创新精神的企业,而忽略了那些没有企业家创新精神的样本,造成一定程度上样本回归偏差。企业家是否具有企业家精神这在一定程度也取决于企业所处环境的市场化程度,往往市场化程度越高,企业家精神越可以发挥。为此,本研究回归分析进一步采用 Heckman 两步法和 Heckman 两阶段最小二乘工具变量法,具体模型如下:

$$Pr(dumpatent2_{i,t} = 1) = \Phi(\beta Z_{i,t}) = \alpha_0 + \alpha_1 shich_{i,t} + \sum \alpha controls + \sum year + \sum industry + \sum location + \epsilon_{i,t}; \quad (8)$$

$$q_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 f_{i,t} (f1_{i,t}, f2_{i,t}, f3_{i,t}) + \rho \sigma \lambda (\beta Z_{i,t}) + \sum \alpha controls + \sum year + \sum industry + \sum location + \epsilon_{i,t}. \quad (9)$$

模型(8)中为第一步的选择方程,引入了解释变量企业所处地区的市场化程度,以及地区效应变量(东、中、西以及东北部)等,从表 9 中回归结果可知,控制了企业存在的样本自选择问题之后,强化验证了假设 H1,并且市场化系数也在 1% 的水平上显著为正,表明市场化程度越高,越利于企业家精神培养和发挥。

此外,本研究参照杨汝岱等^[28]的处理办法,采用 Heckman 两阶段最小二乘法(2SLS),先利用两阶段最小二乘法第一阶段回归预测出企业家的基于长期生产发展的战略决策精神、企业家创新创业精神、企业家经营精神的预测值,再采用 Heckman 两步法进行回归,同时控制了样本的自选择问题和内生性问题,表 9 回归结果依然稳健,基本通过检验。

表 9 企业家精神对企业价值的影响:Heckman 两步法和两阶段最小二乘法(2SLS)

Heckman 两步法	Heckman 两步法+2SLS					
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	q	q	q	q	q	q
f_1	0.052* (1.731)					
f_2		0.086*** (3.150)				
f_3			0.139*** (4.535)			
p_{f_1}				0.049 (0.539)		

续表 9

Heckman 两步法	Heckman 两步法+2SLS					
变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	<i>q</i>	<i>q</i>	<i>q</i>	<i>q</i>	<i>q</i>	<i>q</i>
<i>p_f2</i>					0.456***	
					(3.796)	
<i>p_f3</i>						4.894**
						(2.436)
<i>L_idx5</i>	0.743***	0.757***	0.739***	0.749***	0.810***	0.393**
	(6.562)	(6.494)	(6.419)	(6.616)	(6.413)	(2.114)
<i>L_ic</i>	0.922**	0.892**	0.893**	0.978***	0.887**	0.344
	(2.545)	(2.390)	(2.422)	(2.682)	(2.199)	(0.795)
<i>L_size</i>	-1.552***	-1.538***	-1.540***	-1.549***	-1.503***	-1.225***
	(-20.052)	(-19.303)	(-19.561)	(-19.714)	(-17.353)	(-7.950)
<i>L_opening</i>	1.701***	1.828***	1.807***	1.608***	2.451***	6.716***
	(3.039)	(3.162)	(3.171)	(2.854)	(3.699)	(3.125)
<i>L_lev</i>	-1.721***	-1.754***	-1.777***	-1.739***	-1.831***	-2.695***
	(-5.317)	(-5.271)	(-5.402)	(-5.368)	(-5.102)	(-5.337)
<i>L_isf</i>	0.005*	0.004	0.005*	0.005*	0.002	0.007**
	(1.795)	(1.500)	(1.727)	(1.809)	(0.636)	(2.278)
<i>L_cost</i>	3.552***	3.572***	3.536***	3.545***	3.552***	2.068***
	(12.947)	(12.666)	(12.688)	(12.863)	(11.692)	(3.045)
<i>L_inden</i>	2.000***	1.825***	1.957***	1.986***	1.015	-0.029
	(2.963)	(2.616)	(2.850)	(2.944)	(1.279)	(-0.027)
<i>L_top1</i>	0.017***	0.017***	0.016***	0.017***	0.018***	0.002
	(5.021)	(4.894)	(4.787)	(5.068)	(4.763)	(0.258)
<i>_cons</i>	23.851***	23.812***	23.765***	23.429***	23.403***	21.580***
	(10.305)	(9.994)	(10.095)	(10.113)	(9.106)	(8.629)
逆米尔斯比率	2.683***	2.762***	2.729***	2.681***	2.977***	2.701***
	(7.000)	(7.013)	(7.015)	(7.011)	(6.975)	(7.011)
选择模型(dumpatent)						
<i>Shich</i>	0.125***	0.125***	0.125***	0.125***	0.125***	0.125***
	(7.451)	(7.451)	(7.451)	(7.468)	(7.468)	(7.451)
<i>L_idx5</i>	0.444***	0.444***	0.444***	0.445***	0.445***	0.444***
	(11.960)	(11.960)	(11.960)	(11.981)	(11.981)	(11.960)
<i>L_ic</i>	0.278*	0.278*	0.278*	0.284**	0.284**	0.278*
	(1.917)	(1.917)	(1.917)	(1.961)	(1.961)	(1.917)
<i>L_size</i>	-0.285***	-0.285***	-0.285***	-0.285***	-0.285***	-0.285***
	(-16.649)	(-16.649)	(-16.649)	(-16.644)	(-16.644)	(-16.649)
<i>L_opening</i>	0.008	0.008	0.008	-0.004	-0.004	0.008
	(0.034)	(0.034)	(0.034)	(-0.015)	(-0.015)	(0.034)
<i>L_lev</i>	-0.968***	-0.968***	-0.968***	-0.970***	-0.970***	-0.968***
	(-9.481)	(-9.481)	(-9.481)	(-9.497)	(-9.497)	(-9.481)
<i>L_isf</i>	-0.001	-0.001	-0.001	-0.001	-0.001	-0.001
	(-0.627)	(-0.627)	(-0.627)	(-0.616)	(-0.616)	(-0.627)
<i>L_cost</i>	0.685***	0.685***	0.685***	0.684***	0.684***	0.685***
	(6.195)	(6.195)	(6.195)	(6.184)	(6.184)	(6.195)
<i>L_inden</i>	0.608**	0.608**	0.608**	0.606**	0.606**	0.608**
	(2.113)	(2.113)	(2.113)	(2.107)	(2.107)	(2.113)
<i>L_top1</i>	0.003**	0.003**	0.003**	0.003**	0.003**	0.003**
	(2.437)	(2.437)	(2.437)	(2.459)	(2.459)	(2.437)
<i>_cons</i>	3.147***	3.147***	3.147***	3.101***	3.101***	3.147***
	(3.471)	(3.471)	(3.471)	(3.417)	(3.417)	(3.471)
年度 & 行业 & 地区	Y					
样本数(N)	8486	8486	8486	8485	8485	8486
删失样本数	3955	3955	355	3955	3955	3955
未删失样本数	4531	4531	4531	4530	4530	4531

注：*、**、***分别表示回归系数的双尾检验分别在10%、5%和1%的水平下显著。

表 10 倾向得分匹配结果

因变量	<i>q</i>					
匹配方法	<i>Sample</i>	<i>Treated</i>	<i>Controls</i>	<i>Difference</i>	<i>S. E</i>	<i>T-stat</i>
	<i>Unmatched</i>	2.762	1.607	1.155	0.039	29.39***
1:1匹配	ATT	2.761	2.630	0.131	0.061	2.130**
邻近匹配 1:4	ATT	2.761	2.571	0.190	0.050	3.800***
卡尺匹配	ATT	2.761	2.570	0.192	0.050	3.840***
半径匹配	ATT	2.761	2.562	0.199	0.046	4.310***
核匹配	ATT	2.761	2.508	0.253	0.045	5.560***
局部线性回归匹配	ATT	2.761	2.605	0.156	0.061	2.520**
样条匹配	ATT	2.761	2.561	0.200	0.068	2.910***
马氏匹配	ATT	2.762	2.330	0.432	0.041	10.310***

注：*、**、***分别表示回归系数的双尾检验分别在10%、5%和1%的水平下显著；ATT为均处理效应。

4.3 倾向得分匹配稳定性检验

为了验证企业家精神对企业估值的影响，本研究对民营企业 and 国有企业的样本采用倾向得分匹配方法进行匹配。首先，按照公司规模、资产负债率、经营现金流带息债务比、营业利润率、第一大股东持股比例进行样本倾向得分匹配，并且匹配结果通过了平衡性检验；其次，将打分匹配得到的国有企业的样本近似替代民营企业的样本，进行比较得到企业家精神对企业估值平均处理效应；最后，分别采用了1:1近邻匹配、1:4近邻匹配、卡尺匹配、半径匹配、核匹配、局部线性回归匹配、样条匹配、马氏匹配，结果

都很显著进一步验证假设 H1，企业家精神对企业估值起到了积极正向促进作用。

4.4 样本和变量替换稳定性检验

为了检验回归结果的稳健性，利用关键变量替代变量和深证 A 股样本替换进行以下的回归检验：①对被解释变量托宾 q 值用托宾 q_1 值进行替代；②利用财报关注度替代中介分析师跟踪变量；③对样本由原有的沪深 A 股上市公司的样本缩小为深市 A 股 1020 家 7 年上市公司的非平衡面板数据。检验结果如表 11 所示，假设 H2a、H2b 全都显著通过了稳定性检验。

表 11 财报关注信号传递理论中介模型

变量	市值 A					
	企业家经营精神				企业家创新创业精神	
	q_1	<i>ReportAt</i>	q_1	q_1	q_1	<i>ReportAt</i>
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
<i>ReportAt</i>			0.020***	0.019***		
			(9.739)	(9.103)		
f_3	0.215***	2.562***		0.167***		
	(5.451)	(8.059)		(4.238)		
f_2					0.106***	0.576**
					(3.137)	(2.106)
L_idx5	0.355***	1.473**	0.335***	0.328***	0.377***	1.669**
	(3.885)	(1.998)	(3.696)	(3.621)	(4.109)	(2.245)
L_ic	-0.353	29.040***	-0.897**	-0.900**	-0.350	29.379***
	(-0.844)	(8.608)	(-2.139)	(-2.153)	(-0.834)	(8.631)
L_size	-1.319***	8.567***	-1.500***	-1.480***	-1.314***	8.510***
	(-23.743)	(19.144)	(-26.022)	(-25.653)	(-23.489)	(18.775)
$L_opening$	0.968	40.912***	-0.054	0.197	0.895	38.792***
	(1.573)	(8.249)	(-0.088)	(0.321)	(1.447)	(7.741)
L_lev	0.921***	-5.645**	1.067***	1.027***	0.976***	-5.067**
	(3.265)	(-2.484)	(3.816)	(3.681)	(3.451)	(-2.211)
L_isf	0.005*	0.056**	0.004	0.004	0.005*	0.054**
	(1.868)	(2.418)	(1.520)	(1.517)	(1.690)	(2.310)
L_cost	3.464***	19.027***	3.129***	3.105***	3.521***	19.740***
	(12.981)	(8.850)	(11.709)	(11.643)	(13.172)	(9.112)
L_inden	0.772	8.683	0.716	0.608	0.717	9.388
	(1.088)	(1.520)	(1.018)	(0.867)	(1.004)	(1.623)
L_top1	0.021***	0.027	0.021***	0.020***	0.022***	0.037

续表 11

市值 A						
	企业家经营精神				企业家创新创业精神	
变量	q_1	$ReportAt$	q_1	q_1	q_1	$ReportAt$
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	(5.294)	(0.871)	(5.328)	(5.221)	(5.543)	(1.171)
$_cons$	30.078***	-352.444***	37.034***	36.720***	29.976***	-353.872***
	(10.880)	(-15.824)	(13.066)	(12.982)	(10.814)	(-15.753)
年度 & 行业	Y					
Z 统计值	6.034***				2.058**	
中介效应的效应值(%)	22.446				10.784	
N	3 543	3 543	3 543	3 543	3 543	3 543
adj. R-sq	0.354	0.284	0.366	0.369	0.350	0.272
市值 B						
	企业家创新创业精神		企业家战略决策精神			
变量	q_1	q_1	q_1	$ReportAt$	q_1	q_1
	(7)	(8)	(9)	(10)	(11)	(12)
$ReportAt$	0.020***	0.020***			0.020***	0.021***
	(9.739)	(9.642)			(9.739)	(10.126)
f_2		0.094***				
		(2.833)				
f_1			0.159***	-1.950***		0.200***
			(3.521)	(-5.331)		(4.465)
L_idx5	0.335***	0.344***	0.387***	1.386*	0.335***	0.358***
	(3.696)	(3.794)	(4.209)	(1.868)	(3.696)	(3.949)
L_ic	-0.897**	-0.933**	-0.248	28.954***	-0.897**	-0.851**
	(-2.139)	(-2.226)	(-0.589)	(8.535)	(-2.139)	(-2.035)
L_size	-1.500***	-1.483***	-1.357***	8.721***	-1.500***	-1.539***
	(-26.022)	(-25.596)	(-24.191)	(19.247)	(-26.022)	(-26.466)
$L_opening$	-0.054	0.126	0.841	36.043***	-0.054	0.089
	(-0.088)	(0.205)	(1.364)	(7.238)	(-0.088)	(0.146)
L_lev	1.067***	1.076***	0.972***	-5.229**	1.067***	1.081***
	(3.816)	(3.853)	(3.441)	(-2.290)	(3.816)	(3.878)
L_isf	0.004	0.004	0.006**	0.053**	0.004	0.005*
	(1.520)	(1.335)	(2.024)	(2.277)	(1.520)	(1.663)
L_cost	3.129***	3.130***	3.468***	20.460***	3.129***	3.041***
	(11.709)	(11.723)	(12.953)	(9.459)	(11.709)	(11.379)
L_inden	0.716	0.531	0.993	9.717*	0.716	0.790
	(1.018)	(0.753)	(1.397)	(1.693)	(1.018)	(1.127)
L_topl	0.021***	0.021***	0.022***	0.024	0.021***	0.022***
	(5.328)	(5.424)	(5.667)	(0.753)	(5.328)	(5.619)
$_cons$	37.034***	36.990***	30.084***	-355.783***	37.034***	37.503***
	(13.066)	(13.064)	(10.855)	(-15.891)	(13.066)	(13.258)
年度 & 行业	Y					
Z 统计值	2.058**		-4.717***			
中介效应的效应值(%)	10.784		25.501			
N	3543	3543	3543	3543	3543	3543
adj. R-sq	0.366	0.367	0.351	0.277	0.366	0.369

注：*、**、***分别表示回归系数的双尾检验分别在 10%、5%和 1%的水平下显著。

5 市场化程度进一步研究

企业家精神对企业估值的影响不但取决于企业自身内部属性,还与企业所处的市场环境、产业环境有关。一个地区的市场化程度越高,往往产品市场的流通性越强、政府对市场的干预程度也将会越小、

产品中介市场、要素市场也会越发达。企业处在法律制度环境健全、信息透明度较高、交易成本较小、流通速度较快的环境下,对企业家精神的发挥也会起到更加积极的作用。而分析师作为连接企业和市场的桥梁,在市场化程度越高的地区,更利于帮助外部投资者了解企业更多的信息,缓解企业和投资者

内外部信息不对称程度。因为企业处在一个市场化程度越高地区,市场资源优化配置程度以及企业产能利用率都会更高,商品流通过程中的交易成本会更低、信息的流通速度也会更快,分析师在这样的情况下,将会更易获取企业的信息,缓解企业内外部的信息不对称差异,同时一些经营能力和创新能力强、具有长远规划的企业也会更被分析师所跟踪和关注。因此市场化程度越高地区的企业,企业家精神对企业估值积极影响也会越显著,更利于分析师关注,更好地发挥对企业家经营精神、创新创业精神和

企业估值之间的信息中介效应作用,同时也一定程度缓解了分析师在基于长远发展战略的企业家决策精神和企业估值之间的遮掩效应。

从表 12 回归结果中可知,市场化程度对企业家精神影响企业估值起到了积极的促进作用。具体表现为:第(1)、(4)、(7)列中 $c_{f_3-shich}$ 、 $c_{f_2-shich}$ 、 $c_{f_1-shich}$ 的系数分别在 1%、1%、5% 的水平下显著为正,表明企业所处市场化程度越高越有利于企业家经营精神、创新创业精神、战略决策精神的充分发挥,提升企业估值;第(2)、(5)、(8)列中 $c_{f_1-shich}$ 、

表 12 市场化程度对企业家精神有调节作用的中介效应

变量	企业家经营精神			企业家创新创业精神			企业家战略决策精神		
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)
	q	$AnaAt$	q	q	$AnaAt$	q	q	$AnaAt$	q
f_3	0.096*** (3.750)	0.814*** (8.243)	0.052** (2.040)						
$c_{f_3-shich}$	0.050*** (3.186)	0.151** (2.493)	0.042*** (2.720)						
f_2				0.182*** (4.265)	0.133 (0.793)	0.174*** (4.192)			
$c_{f_2-shich}$				0.117*** (5.243)	0.109 (1.239)	0.111*** (5.093)			
f_1							0.234*** (4.802)	-0.076 (-0.512)	0.239*** (5.000)
$c_{f_1-shich}$							0.056** (2.219)	-0.126* (-1.649)	0.064*** (2.583)
$AnaAt$			0.054*** (12.346)			0.056*** (12.903)			0.062*** (11.489)
$shich$	0.060 (0.649)	-0.531 (-1.479)	0.089 (0.982)	-0.007 (-0.077)	-0.613* (-1.675)	0.027 (0.298)	0.053 (0.462)	-0.443 (-1.261)	0.089 (0.783)
L_{idx5}	0.197* (1.729)	0.706 (1.603)	0.159 (1.423)	0.236** (2.085)	0.829* (1.860)	0.190* (1.717)	0.370*** (2.618)	0.817* (1.894)	0.321** (2.317)
L_{ic}	1.536*** (6.050)	6.709*** (6.843)	1.170*** (4.681)	1.453*** (5.755)	6.604*** (6.651)	1.085*** (4.372)	1.604*** (5.102)	6.522*** (6.800)	1.188*** (3.828)
L_{size}	-1.220*** (-13.440)	-0.012 (-0.034)	-1.220*** (-13.739)	-1.215*** (-13.467)	-0.224 (-0.632)	-1.203*** (-13.659)	-1.359*** (-12.089)	-0.124 (-0.362)	-1.344*** (-12.191)
$L_{opening}$	0.763* (1.794)	8.690*** (5.292)	0.289 (0.693)	0.672 (1.592)	7.959*** (4.792)	0.228 (0.552)	0.663 (1.259)	7.172*** (4.464)	0.172 (0.332)
L_{lev}	0.294 (0.982)	2.669** (2.312)	0.148 (0.506)	0.211 (0.710)	2.694** (2.310)	0.060 (0.208)	0.303 (0.818)	2.513** (2.229)	0.131 (0.362)
L_{isf}	0.000 (0.222)	-0.000 (-0.038)	0.001 (0.235)	0.001 (0.503)	0.001 (0.138)	0.001 (0.485)	-0.005* (-1.674)	0.000 (0.044)	-0.005* (-1.714)
L_{cost}	0.442* (1.864)	6.944*** (7.575)	0.064 (0.274)	0.487** (2.063)	6.936*** (7.477)	0.100 (0.429)	0.109 (0.370)	6.691*** (7.459)	-0.317 (-1.090)
L_{inden}	-0.085 (-0.116)	-3.932 (-1.383)	0.129 (0.179)	-0.120 (-0.164)	-3.257 (-1.131)	0.062 (0.087)	0.113 (0.124)	-2.763 (-0.993)	0.305 (0.341)
L_{top1}	0.001 (0.219)	0.050** (2.157)	-0.001 (-0.241)	0.003 (0.576)	0.060** (2.574)	0.000 (0.012)	0.002 (0.253)	0.060*** (2.655)	-0.002 (-0.231)
$_{cons}$	17.687*** (6.250)	-28.273*** (-2.587)	19.227*** (6.942)	18.493*** (6.576)	-21.685** (-1.961)	19.703*** (7.177)	19.706*** (5.623)	-24.466** (-2.289)	21.063*** (6.126)
年度 & 行业	Y								
N	4531	4531	4531	4531	4531	4531	4531	4531	4531
adj. R-sq	0.374	0.124	0.392	0.372	0.094	0.392	0.229	0.107	0.237

注: *、**、*** 分别表示回归系数的双尾检验分别在 10%、5% 和 1% 的水平下显著。

$c_{f_3-shich}$ 的系数都显著为负和为正, $c_{f_2-shich}$ 系数为正, 表明市场化程度越高有利于企业家经营精神、创新创业精神、战略决策精神提升得到分析师关注, 一定程度加强分析师对企业家经营精神。创新创业精神和企业估值之间的信息中介效应作用, 同时也一定程度缓解了分析师在基于长远发展战略的企业家决策精神和企业估值之间的遮掩效应。第(3)、(6)、(9)列中 $c_{f_1-shich}$ 、 $c_{f_2-shich}$ 、 $c_{f_3-shich}$ 的系数都在1%的水平下显著为正, 并且中介变量也在1%的水平下显著, 表明即使存在中介效应或者遮掩效应的条件下市场化程度正向调节企业家经营精神、创新创业精神、战略决策精神发挥。

6 研究结论及对策

6.1 研究结论

基于我国非公有制企业蓬勃发展的现状, 本研究以非公有制上市公司为样本, 采用主成分分析法从企业家的战略决策精神、创新创业精神和经营精神三个方面来解析企业家精神, 研究企业家精神对民营上市公司市场价值的影响, 并验证了国有企业高管是否存在企业家精神的问题。并在此基础上, 从信号传递理论角度, 探究民营上市公司的企业家精神发挥如何影响企业市场估值? 具体分析了分析师在企业家的基于长期生产发展的战略决策精神、创新创业精神、经营精神与企业估值之间的中介作用。利用 GEM 和 Heckman 两步法以及 Heckman 两阶段工具变量法控制了模型存在的内生性问题, 结论依旧稳健。以此, 单独成教本研究进一步探究企业所处的产品市场化程度和产品市场集中度是如何影响企业家精神提升企业估值, 本研究发现:

(1) 企业家精神发挥越好, 越有利于企业估值的提升。具体到每个方面的指标来看, 企业家的战略决策精神、创新创业精神、经营精神的发挥都对企业市场估值起着显著的促进作用。

(2) 企业家精神对企业估值的影响在民营企业中更显著, 而国有企业高管却表现出更多地是政治官员而非企业家。

(3) 分析师在企业家精神和企业的市场价值之间充当了信息传递者的角色, 但不同特点的企业家精神中介效应也各有特点, 其中分析师在企业家的日常经营精神和创新创业精神中充当互补中介效应的作用, 而分析师在企业家的基于长期生产发展的战略决策精神与企业估值之间充当了竞争中介效应或者遮掩效应的角色。这一定程度上因为分析师的短视行为和企业自我保护的原因而导致。

(4) 在进一步研究中, 发现产品要素市场的市场

化程度越高对企业家精神发挥都起到了正向积极的调节作用, 并且市场化程度越高有利于企业家经营精神、创新创业精神、战略决策精神提升得到分析师关注, 加强分析师对企业家经营精神、创新创业精神和企业估值之间的信息中介效应作用, 同时也一定程度缓解了分析师在基于长远发展战略的企业家决策精神和企业估值之间的遮掩效应。

6.2 对策建议

为了弘扬企业家精神, 推动企业家精神在非公有制企业中积极作用的发挥, 本研究提出以下对策建议: 首先, 我国民营企业应当注重企业家精神的培养, 发挥其在提升企业市场估值中的重要影响; 同时也应该积极地推动国有企业高管的角色转变, 从政府官员型企业家向市场型企业家转变。第一, 要放松政府对市场的管制, 营造一个更加相对自由的市场环境, 给民营企业 and 国有企业企业家更加自由的竞争环境, 而且国有企业克服对政府过多的政策依赖, 培养国有企业企业家独立性, 同时对于民营企业, 政府给予一定政策鼓励, 激发民营企业家的企业家精神。第二, 国有企业在选聘高管任用过程中, 应该采用市场化选聘和业绩考核体制, 选取管理型职业经理人, 实行高管持股、业绩与薪酬相联系的业绩考核和薪酬管理体制, 激发国有企业高管的企业家精神。第三, 无论国有企业还是民营企业都应该积极营造创新创业的公司文化氛围, 将积极向上的创新创业精神融入到企业的各个工作环节, 营造不但可以容忍创新失败而且可以相互协作共同进步的宽松氛围, 激励企业内部员工和企业家精神的发挥, 提高企业市场估值。

其次, 对于分析师自身而言, 应该提高自身的职业素质, 维护好自身良好的职业声誉, 避免短视、盲目乐观、过度趋同以及与企业勾结为企业造势、扰乱市场的行为, 加强媒体监督和给予分析师一定的舆论压力, 加强其道德标准。还要加强分析师的行业准入标准和完善市场法律制度、自律体制, 对分析师的违法行为给予严格的法律惩罚。

最后, 从政府宏观调控角度来看, 政府应该注意推动市场资源整合, 鼓励大企业集团并购兼并, 消除那些效率低下的僵尸企业。提高市场化程度会更有利于资源的高效应用, 提升企业的市场竞争力。同时, 政府应该加强法律制度环境建设, 进一步完善知识产权保护力度, 让创新型企业可以通过“产品创新”获得高额利润, 而抑制模仿和山寨这类不当竞争带来的负面效应。政府应当适当的放松行政垄断, 过度的行政垄断会抑制企业的创新热情, 不利于企业家精神的发挥, 提升政府的行政管理质量, 减少政

府对市场的行政干预,提高市场信息化流通度,激发企业家对集中化资源的利用效率;打造廉洁政府,消除地区的贸易壁垒和地方保护主义,提高市场化程度,减少地区之间的差异,有利于市场资源的集中,提高市场占有率,促进企业家精神的发挥。

参考文献

- [1] AUDRETSCH D B, CARREE M A, VAN STEL A J, et al. Impeded industrial restructuring: the growth penalty[J]. *Kyklos*, 2002, 55(1): 81-98.
- [2] ROMER P M. The origins of endogenous growth[J]. *Journal of Economic Perspectives*, 1994, 8(1): 3-22.
- [3] GEROSKI P, GREGG P. Corporate restructuring in the UK during the recession[J]. *Business Strategy Review*, 1994, 5(2): 1-19.
- [4] SALGADO-BANDA H. Entrepreneurship and economic growth: an empirical analysis[J]. *Journal of Developmental Entrepreneurship*, 2007, 12(1): 3-29.
- [5] 中国企业家调查系统,彭泗清,李兰,等. 中国企业家成长20年:能力、责任与精神——2013·中国企业家队伍成长20年调查综合报告[J]. *管理世界*, 2014(6): 19-38.
- [6] HeBERT R F, LINK A N. In search of the meaning of entrepreneurship[J]. *Small Business Economics*, 1989, 1(1): 39-49.
- [7] 李宏彬,李杏,姚先国,等. 企业家的创业与创新精神对中国经济增长的影响[J]. *经济研究*, 2009, 44(10): 99-108.
- [8] COVIN J G, SLEVIN D P. A conceptual model of entrepreneurship as firm behavior[J]. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 1991, 16(1): 7-26.
- [9] HUNG H. Formation and survival of new ventures: a path from interpersonal to interorganizational networks[J]. *International Small Business Journal*, 2006, 24(4): 359-378.
- [10] 贺小刚,李新春. 企业家能力与企业成长:基于中国经验的实证研究[J]. *经济研究*, 2005(10): 101-111.
- [11] PRAHALAD C K. The core competence of the corporation[J]. *Organization of Transnational Corporations*, 1993, 6: 359.
- [12] 贺小刚,李婧,宋宇,等. 经营能力、协调治理与企业绩效:基于中国数据的实证研究[J]. *南开管理评论*, 2008, 11(6): 48-53, 73.
- [13] 陈聪,庄晋财,程李梅. 网络能力对农民工创业成长影响的实证研究[J]. *农业经济问题*, 2013(7): 17-24.
- [14] 田晓明,蒋丽,蒋勤峰. 创业策略对组织绩效的影响:中介作用的分析[J]. *科研管理*, 2013, 34(8): 98-105.
- [15] 李新春. 企业家过程与国有企业的准企业家模型[J]. *经济研究*, 2000(6): 51-57.
- [16] 陈璐,杨百寅,井润田,等. 家长式领导、冲突与高管团队战略决策效果的关系研究[J]. *南开管理评论*, 2010, 13(5): 4-11.
- [17] COHEN L, DIETHER K, MALLOY C. Misvaluing innovation[J]. *Review of Financial Studies*, 2013, 26(3): 635-666.
- [18] BOWEN R M, CHEN X, CHENG Q. Analyst coverage and the cost of raising equity capital: evidence from underpricing of seasoned equity offerings[J]. *Contemporary Accounting Research*, 2008, 25(3): 657-700.
- [19] 陈钦源,马黎珺,伊志宏. 分析师跟踪与企业创新绩效——中国的逻辑[J]. *南开管理评论*, 2017, 20(3): 15-27.
- [20] 胡奕明,沈光明,岑江华. 见解的独到性与预示性——关于我国证券分析师分析能力的实证研究[J]. *中国会计评论*, 2005(2): 287-308.
- [21] 温忠麟,叶宝娟. 中介效应分析:方法和模型发展[J]. *心理科学进展*, 2014, 22(5): 731-745.
- [22] 胡永刚,石崇,扭曲、企业家精神与中国经济增长[J]. *经济研究*, 2016, 51(7): 87-101.
- [23] 张莉艳,高闯. 制度变迁下国企企业家的成长:“企业官员”到“企业家”的必然选择[J]. *经济问题*, 2017(8): 68-72.
- [24] 余明桂,回雅甫,潘红波. 政治联系、寻租与地方政府财政补贴有效性[J]. *经济研究*, 2010, 45(3): 65-77.
- [25] 姜付秀,朱冰,王运通. 国有企业的经理激励契约更不看重绩效吗? [J]. *管理世界*, 2014(9): 143-159.
- [26] 郑志刚,李东旭,许荣,等. 国企高管的政治晋升与形象工程——基于N省A公司的案例研究[J]. *管理世界*, 2012(10): 146-156, 188.
- [27] 李春涛,宋敏. 中国制造业企业的创新活动:所有制和CEO激励的作用[J]. *经济研究*, 2010(5): 135-137.
- [28] 杨汝岱,陈斌开,朱诗娥. 基于社会网络视角的农户民间借贷需求行为研究[J]. *经济研究*, 2011, 46(11): 116-129.

Intermediary or Coverage of Information: Entrepreneurship and Corporate Valuation: Based on Analyst Tracking Perspective

Song Yulu¹, Chen Xin²

(1. School of Economics, Yunnan University, Kunming 650500, China;

2. Shanghai Institute of Advanced Finance, Shanghai Jiaotong University, Shanghai 200240, China)

Abstract: Taking listed companies from 2010 to 2017 as a sample, the effect of entrepreneurship on corporate valuation and the path mechanism among them are studied. It is found that entrepreneurship can effectively increase corporate valuation, and is more pronounced in private enterprises. From the perspective of signaling theory, it is found that analysts play a role between entrepreneurs' entrepreneurial spirit and innovation, entrepreneurship and corporate valuation. The role of information intermediary has played a role of information hiding between the spirit of strategic decision-making and corporate valuation. Further research finds that the higher degree of marketization, it is to play a more active role in entrepreneurship, and to strengthen the information mediation effect of analysts and mitigate its cover effect. It provides empirical evidence for how private listed companies can enhance their market value, and puts forward policy recommendations to promote the development of entrepreneurship and play an active role.

Keywords: private listed companies; entrepreneurship; path mechanism; market value; analyst tracking

(上接第 24 页)

R&D Investment and CEO Compensation under Family Ownership Regulation

Tang Yunjie

(School of Economy and Management, Zhejiang University of Science and Technology, Hangzhou 310023, China)

Abstract: Taking the data from 379 Chinese A share technology intensive companies in 2013-2018 years as a sample, the moderating effect of family ownership on R & D investment and CEO pay relationship is studied. The results show that, compared with non-family firms, family firms have higher correlation between CEO compensation and R&D investment level. Family firms with higher family ownership ratio have stronger adjustment ability to the relationship between R&D investment and CEO compensation. There is no significant difference between low-risk and high-risk family firms in R&D investment. Therefore, family ownership plays a positive regulatory role in the relationship between R&D investment and CEO compensation, which is based on information superiority and longer investment period, rather than risk aversion. Further research shows that R&D investment of family firms is more efficient than that of non-family firms, and can be translated into higher corporate value and growth rate.

Keywords: CEO compensation; family ownership; R&D investment; R&D efficiency