
债务契约与企业风险承担： 影响效果及机制检验

周晨^{1,2} 田昆儒¹¹

(1. 天津财经大学 会计学院, 天津 300222;

2. 山东管理学院 会计学院, 山东 济南 250100)

【摘要】: 以 2007-2018 年沪深 A 股上市公司为研究样本, 考察债务契约对企业风险承担的影响。结果表明, 债务契约显著提升了企业风险承担。进一步分析发现, 债务契约主要通过降低管理者与股东之间的代理成本而达到提升企业风险承担的治理效应, 具体表现为代理成本在债务契约与企业风险承担之间关系中发挥了部分中介效应。同时发现, 契约期限异质性、经理管理防御与管理层持股在债务契约对企业风险承担的影响中发挥调节作用。

【关键词】: 债务契约 风险承担 管理层持股

【中图分类号】: F275; F272.3 **【文献标识码】:** A **【文章编号】:** 1003-7217 (2021) 02-0073-09

一、引言

经济结构调整中的中国, 正面临经济下行的趋势, 资本积累和技术创新成为未来经济增长的动力。已有研究表明, 风险承担有助于微观经济主体加速资本积累并促进技术创新, 最终实现宏观经济持续增长^[1-4]。

“完备市场”假设下, 企业投资决策只需选择所有净现值为正的投资机会, 而放弃任何净现值为负的项目, 最终均会实现企业价值最大化的微观治理目标。此种情形下, 无论是管理层意愿动机, 还是企业自身资源获取能力均不会对企业投资决策产生任何作用。然而, 现实经济并不符合“完备市场”中有关管理层风险意愿同质性假设, 企业在投资决策中可能出现放弃那些风险性高但净现值为正投资项目的情形^[5,6]。这意味着企业在投资决策过程中对风险性项目的选择, 即企业风险承担将会受到管理层意愿动机等各种因素的影响。

根据代理理论, 所有权和经营权的分离, 使得现代企业所有者与管理者之间存在潜在利益冲突。通常情况下, 所有者可以通过多元化投资组合分散其财富配置, 因而所有者被视为风险中性。管理者为了避免投资失败而打破个人“平静生活”以及可能带来的个人财富损失、雇佣风险升高和职业声誉受损等后果, 其往往具有较强的风险规避动机, 从而可能会放弃高风险但预期净现值为正的投资项目。管理者对于保守性投资策略的选择, 无疑会损害所有者利益以及企业长期价值实现。同时, 信息不对称进一步导致管理者损害所有者的机会主义行为不易被监督和约束。因此, 现有关于企业风险承担领域研究普遍基于委托—

作者简介: 周晨(1989-), 男, 山东峰城人, 博士, 天津财经大学研究助理, 山东管理学院教授, 研究方向: 财税政策与公司财务。

田昆儒(1966-), 男, 天津人, 博士, 天津财经大学教授, 博士生导师, 研究方向: 产权会计与公司治理。

基金项目: 教育部人文社会科学青年基金项目(20YJC790028)

代理分析框架,从所有权结构、董事会架构和管理层激励等公司治理角度^[7-9],研究如何缓解管理者风险规避倾向,提升企业风险承担水平。

近年来,我国债券市场发展迅速,全社会杠杆率畸高已成为影响中国经济高质量发展的隐忧^[10];此外,伴随着利率市场化及银行业改革步伐推进,我国企业债务治理环境发生变化,银行等机构债权人进一步参与到公司治理之中,促使企业提高公司治理水平,改善其在债务市场中的形象,降低债务融资成本^[11]。因此,债务契约具备的信用约束和监管协调职能逐渐成为公司外部治理的重要方式。债务契约作为外部治理的重要方式,以法律合同的形式影响企业财务决策行为,发挥公司治理效应。债务契约的治理效应,是指债权人为了确保债务安全,通常与企业签订债务契约合同,以限定资金用途,监督其投融资决策等财务行为,并对企业管理者实施监督控制与激励约束,一定程度上遏制管理者利益侵占与谋取私利行为,从而利于公司治理效率提升及长期价值实现。

现有研究虽然关注了债务契约对上市公司财务决策行为的影响,然而对于企业在面临收益和风险不确定动态环境下的财务决策选择这一问题,尚未有研究从此角度考察债务契约的治理效应。尤其,我国目前新兴加转轨的经济背景下,企业加大研发创新力度,升级产业结构,实现经济高质量发展成为企业发展的必经之路。在此背景下,研究债务契约对风险承担的影响具有重要的现实意义。

二、文献回顾与假设提出

(一)文献回顾

债务契约在资本市场中扮演的外部治理角色已在诸多文献中得以研究。首先,基于“激励约束理论”,债务水平上升能够促使股东与管理者之间利益趋于一致,缓和二者间代理冲突,实现“激励”管理者以降低代理成本的治理目标;债务水平上升增加企业破产威胁,促使管理者努力工作,注重企业长期价值实现,从而实现“约束”管理者以降低代理成本^[12]。其次,基于“控制权转移”理论,伴随着债务水平上升,若企业经营不善面临破产清算时,企业控制权则会转移到债权人手中,企业管理者面临控制权失控及声誉受损双重打击。为避免上述情形,管理者有动机以企业长期价值实现为目标实施企业经营决策行为。最后,基于“利益相关者理论”,由于“专用性资产”的投入,促使债权人有力参与公司治理,降低代理成本,实现企业价值,从而保障其投入资产的安全性。然而,债务契约也可能在企业经营决策中扮演着消极角色。债务所具有还本付息的天然属性,减少了企业自有现金流,增加其发生财务困境的可能性,使得管理者在作出经营决策时更为保守^[10]。诸多学者研究发现我国上市公司债务契约治理效应较差,债务契约尚未发挥出激励约束治理效应^[13-16]。

(二)理论分析与研究假设

债务契约主要通过“代理成本”路径和“市场压力”路径对管理层面临收益和风险选择倾向这一财务决策行为产生影响。基于攫取“管理层私利”和扩张“企业帝国”的意愿,管理者常会选择放弃高风险投资项目,以避免决策失败使其面临雇佣风险或遭受其他损失^[17]。从“代理成本”路径来看,一方面,基于债务契约有限责任的特点,股东与管理者在面临投资项目决策时利益趋于一致,其更倾向于将资金投入到低风险、高收益类型项目,转而放弃低收益、低风险类型项目。造成上述情形的原因在于债务还本付息成本一定的前提下,若高风险、高收益类型项目投资成功,股东将获取绝大部分收益;若投资失败,股东只需承担有限责任,而债权人将会受到本息无法保障的损失。由此可看出,股东与管理者之间利益趋于一致,第一类代理成本得以降低。理性经济人假设下,管理者与股东有动机攫取债权人利益,而选择高风险、高收益类型投资项目^[18],从而提升企业风险承担。另一方面,基于债务融资定期还本付息的特点,企业自由现金流量减少,面临破产可能性增加,此种情形下管理者努力工作动机增强,管理者与股东目标趋于一致,管理者减少在职消费与非效率投资等行为。与此同时,管理者在面临收益和风险倾向选择时,风险规避及“短视主义”倾向得以缓解^[19],从而提升企业风险承担。综上所述,债务契约通过降低“代理成本”来促使管理者在财务决策中更为注重企业长期价值实现。因此,提出假设 H1a:

H1a 债务契约会显著提升上市公司的风险承担。

从“市场压力”路径来看，一方面，债务具有的还本付息属性，减少了企业自由现金流量，加剧了企业发生财务困境甚至破产清算的可能性，来自财务困境与破产清算的“市场压力”使得企业在面临财务决策时风险规避倾向明显。另一方面，债务契约通过法律合同形式约束债权人与债务人双方权利与义务。当债权人预期到股东和管理者通过冒险投资高收益、高风险项目以侵占其利益时，则会要求签订高收益或其他限制性条款形式来弥补自身可能面临的风险敞口与风险溢价^[10]。在此基础上，如果企业仍然冒险决策，违背债务契约条款，那么企业则会面临剩余控制权转移的境况。企业在面对无法履行债务契约，剩余控制权转移等多方面“市场压力”时，更为谨慎进行财务决策，在面临风险与收益不确定项目时，收益稳定且可预期成为首要影响因素，风险规避倾向更为显著。因此，债务契约中所具备的到期还本付息及控制权转移等双重“市场压力”使得企业财务决策更为谨慎，有可能降低企业风险承担。因此，提出假设 H1b：

H1b 债务契约会显著降低上市公司的风险承担。

三、研究设计

(一)模型设定

本文主要借鉴余明桂等(2013)^[3]和刘志远等(2017)^[4]的研究，构建模型 1 检验分析师关注对企业风险承担的影响。

$$\begin{aligned} RiskT = & \alpha_0 + \alpha_1 Loan + \alpha_2 SIZE + \alpha_3 AGE + \\ & \alpha_4 GROWTH + \alpha_5 TQ + \alpha_6 Tang + \alpha_7 TAT + \\ & \alpha_8 CF + \alpha_9 BOARD + \alpha_{10} IDP + \sum IND + \\ & \sum YEAR + \epsilon \end{aligned} \quad (1)$$

(二)变量定义

1. 债务契约(Loan)。

目前我国金融体系仍以银行作为主导，因而以银行为主体的间接融资是我国企业主要的债务契约形式，因而在对自变量债务契约 Loan 衡量时，借鉴郭瑾等(2017)^[10]的研究，以短期借款、长期借款及一年内到期长期负债之和与期末总资产比例表示企业债务融资水平。

2. 企业风险承担(RiskT)。

为全面衡量企业风险承担水平(RiskT)，一方面参考 John 等(2008)^[11]、刘志远等(2017)^[4]的研究，采用经行业年份调整的 5 年期内资产收益率(ROA)波动性作为企业风险承担 RiskT1 的衡量指标，即：

$$RiskT1 = \sqrt{\frac{1}{T-1} \sum_{t=1}^T (ADJ_ROA_t - \frac{1}{T} \sum_{t=1}^T ADJ_ROA_t)^2} \quad | T=5$$

与传统财务指标相比，股票收益率(r)的波动不受财务报表及会计准则的约束和限制，能够更为直观反映资本市场不确定程度导致企业收益波动性水平。借鉴现有研究^[20]，除了采用盈利(ROA)波动性衡量企业风险承担外，本文还采用5年观测期内股票回报率(r)的波动性来度量企业风险承担 RiskT2，即 $\sigma(r)$ 。其中 r 为年度股票收益率，同上所述，依然通过各行业均值对样本企业 r 进行调整，然后再计算每一观测期内经行业调整后的 r 的标准差，即：

$$RiskT2 = \sqrt{\frac{1}{T} \sum_{t=1}^T (ADJ_r_t - \frac{1}{T} \sum_{t=1}^T ADJ_r_t)^2} \quad | \quad T = 5$$

主要变量定义见表 1。模型回归过程中，从公司维度进行 Cluster 处理，以控制序列自相关可能带来的影响。

(三) 样本选择与数据来源

本文以沪深 A 股上市公司为研究样本，并进一步剔除金融行业、ST 类企业以及相关数据缺失的样本，最终得到 24906 个样本观测值。为消除极端值的潜在影响，对文中所有连续变量进行上下 1%水平的缩尾处理。

表 1 主要变量定义

变量名称	变量符号	变量含义
企业风险承担	RiskT1	盈利波动性，年度行业均值调整的资产收益率在未来 5 年标准差
	RiskT2	股票回报率波动性，年度行业均值调整的股票回报率在未来 5 年标准差
债务契约	Loan	(短期借款+长期借款+一年内到期长期负债)/期末总资产
企业规模	Size	公司期末总资产的自然对数
上市年限	Age	公司上市年限加 1 后的自然对数
成长性	Growth	销售收入增长率
企业价值	TQ	Tobin' Q 值
有形资产率	Tang	(期末存货+期末固定资产净值)/期末总资产
总资产周转率	Tat	营业收入净额/平均资产总额
资产流动性	CF	经期末总资产调整的经营产生的现金流量净额
董事会规模	Board	董事会人数
独立董事比例	IDP	独立董事人数/董事会总人数
行业	IND	行业哑变量
年份	Year	年度哑变量

四、实证结果分析

(一)描述性统计

表 2 是本研究主要变量描述性统计结果。从被解释变量来看,企业风险承担 RiskT1 与 RiskT2 的标准差分别为 0.039、0.521,由此可见,上市公司企业风险承担差异明显。从解释变量来看,以短期借款、长期借款及一年内到期长期负债之和与企业总资产比例来度量的企业债务 Loan 的均值为 0.172,中位数为 0.145,标准差为 0.153,可见多数样本企业债务融资水平偏低,且企业间水平差异明显。企业风险承担 RiskT 和债务契约 Loan 的明显差异,初步说明开展本研究具有现实意义。

(二)多元回归分析

表 3 列示了债务契约对企业风险承担的回归结果,可以看出,在第(1)(2)列中分别用 5 年盈利波动和 5 年股票回报率波动度量企业风险承担下,债务契约(Loan)的相关系数均在 1%水平上显著为正,说明债务契约对企业风险承担的影响符合降低“代理成本”路径,即有限责任制度和破产可能性促使管理者与股东利益目标趋于一致,有动机通过努力工作,冒险寻求高收益项目,从而提升了企业风险承担,假设 H1a 得到验证。

表 2 主要变量描述性统计

变量名	样本总量	均值	标准差	25%分位	中位数	75%分位	最小值	最大值
Risk1	24906	0.031	0.039	0.010	0.019	0.036	0.001	0.262
Risk2	22452	0.748	0.521	0.382	0.604	0.984	0.052	2.779
Loan	24906	0.172	0.153	0.031	0.145	0.277	0	0.600
Size	24906	22.056	1.286	21.125	21.884	22.798	19.555	25.999
Age	24906	2.131	0.778	1.609	2.303	2.773	0	3.367
Growth	24906	0.456	1.359	-0.037	0.134	0.435	-0.698	10.204
TQ	24906	2.129	1.887	0.875	1.578	2.713	0.191	10.666
Tang	24906	0.928	0.089	0.916	0.958	0.980	0.513	1
Tat	24906	0.634	0.446	0.340	0.528	0.788	0.066	2.558
CF	24906	0.044	0.073	0.004	0.043	0.086	-0.180	0.248
Board	24906	8.775	1.785	8	9	9	3	18

表 3 债务契约对企业风险承担的影响

变量	(1)RiskT1	(2)RiskT2
Loan	0.0133***	0.2760***

	(6.27)	(13.06)
Size	-0.0043***	0.0306***
	(-16.49)	(10.24)
Age	0.0117***	0.0944***
	(31.07)	(18.35)
Growth	0.0014***	0.0047**
	(4.56)	(2.05)
TQ	0.0047***	0.0664***
	(18.02)	(26.07)
Tang	-0.0170***	-0.4900***
	(-5.26)	(-14.44)
Tat	0.0003	0.0063
	(0.33)	(0.81)
CF	-0.0355***	-0.2490***
	(-7.71)	(-5.51)
Board	-0.0005***	-0.0073***
	(-3.39)	(-4.11)
IDP	0.0072	-0.0919*
	(1.47)	(-1.67)
Year&IND	控制	控制
N	24906	22452
Adjust-R ²	0.1320	0.4130

五、稳健性检验

1. 改变企业风险承担的度量。

一方面，借鉴 Faccio(2011)^[2]的做法，采用经行业年份调整的 3 年期资产收益率标准差(3_RiskT1)与经行业年份调整的 3 年期股票收益率标准差(3_RiskT2)作为企业风险承担的度量指标；另一方面，参考刘志远等(2017)^[4]的做法，将经行业年份调整的资产收益率(ROA)5 年期极差作为企业风险承担的度量指标，上述检验结果均支持文章结论。

2. 改变债务契约的度量。

为全面考虑债务融资的影响效应，借鉴申广军等(2018)^[21]的做法，以资产负债率(Lev)作为债务契约的替代变量，债务契约的替代变量 Lev 与 RiskT1 和 RiskT2 均在 1%水平上显著为正，即债务契约能够显著提升企业风险承担，结果依然支持本文结论。

3. PSM 控制样本选择偏误。

为了解决由于样本自选择可能产生的内生性问题，以债务契约(Loan)小于行业均值的样本企业作为控制组，而将债务契约(Loan)大于行业均值的企业样本作为处理组，采用 PSM 配对后的样本进行回归。

六、进一步分析

(一)作用机制分析

根据上述理论分析与实证检验，债务契约主要通过“代理成本”路径影响企业风险承担。一方面，通过债务融资所具备的有限责任制度属性，促使股东有动机从事高风险高收益的项目。因为如果冒险成功，其将获取大部分收益，而一旦冒险失败，其只需承担有限责任，而债权人则将受到本息无法保障的损失，甚至造成企业控制权由债权人转移到股东的局面。基于理性经济人假设，身处此种情形下的企业管理层出于私利，有动机与股东合谋攫取债权人利益，而选择高风险、高收益项目。另一方面，债务契约定期还本付息的特点，使得企业自由现金流压力增加，出于降低自身“雇佣风险”的动机，管理者与股东目标趋于一致，在其面临收益和风险倾向选择时，风险规避及“短视主义”动机得到缓解。从上述分析可以看出，无论是为了“攫取私利”，还是降低“雇佣风险”，债务契约均通过降低管理层代理成本从而达到影响企业风险承担的治理效应。因此，可预期，代理成本在债务契约与企业风险承担之间的关系中起到中介机制作用。

(二)调节机制分析

1. 契约期限异质性的调节机制分析。

另外，对于影响债务契约治理效应的调节因素的梳理，有助于完善债务契约外部治理作用机制，最大限度发挥债务契约对企业风险承担的治理效应。在债务契约异质性研究中，诸多研究认为短期债务的治理效应更为显著^[22]。虽然过多的短期债务带来的流动性风险和再融资压力会对企业风险偏好产生约束，但是目前我国制度背景下，银行借款在上市公司融资体系中仍然占据主导地位，且国有企业和资质优良的大中型企业债务融资金额占据绝大部分，导致短债长用现象比较普遍^[23]，从而限制了债务契约治理效应的发挥。

2. 经理管理防御的调节机制分析。

经理管理防御是指当面临被解雇职位或利益被接管风险时，经理人出于自利动机而采取行动维护自身利益并追求个人效用最大化的行为^[24]。现有研究多数基于委托代理理论下管理者“风险规避”假说，认为在管理防御动机下，经理人通常采取“风险规避”以及“明哲保身”态度，尤其对于风险性高、预期收益不稳定和回收周期长的投资项目往往选择规避态度。因而，从债务契约的“代理成本”路径来看，当上市公司管理者防御程度较弱时，代理成本降低，其专注企业长期价值实现动机增强，从而有助于提升企业风险承担。

3. 管理层持股的调节机制分析。

股权激励一直以来被认为是缓解股东与管理者间代理问题的重要途径。具体而言，股权激励可以激励管理者努力工作并制定最佳决策^[25]，此外，通过将工资、奖金、股票期权和限制性股票嵌入到管理者薪酬契约之中，能够激励管理者通过提高风险投资比例来实现自身薪酬价值、权益风险和权益投资价值。因而，通过对管理层进行股权激励，赋予管理层享有企业未来剩余收益的权利，促使其与股东利益趋于一致，进一步降低代理成本，有助于提升企业风险承担。

(三) 变量度量

1. 代理成本(Cost)。

借鉴姜付秀等(2009)^[26]、罗进辉等(2017)^[27]的研究，通过管理费用与主营业务比值，即管理费用率进行度量。

2. 短期债务结构(Short_L)。

借鉴郭瑾等(2017)^[10]的研究，以短期借款与借款总额的比值，度量债务契约期限异质性程度。

3. 经理管理防御(Def)。

对于经理管理防御的度量，现有研究常用单一变量方式进行替代。Finkelstein(1992)^[28]认为经理人力具体表现为所有者权力、管理权力、专家权力及声望权力等多项维度，因此，借鉴叶松勤等(2018)^[29]的做法，分别从经理背景特征、经理工作转换成本及经理控制权等方面构建经理管理防御指数，数值越大表示经理管理防御程度越高，具体见表4。

表4 经理管理防御变量定义表

变量名称		计算方法
经理管理防御(DEF)		$DEF = (BC + SC + MC) / 3$
经理背景特征(BC)	年龄	当总经理年龄(岁)为(0-30) (30-40) (40-50) (50-60) (60-∞)时分别取值0、1、2、3、4
	任职时间	当总经理在企业任职不足3年时取0, 否则取1
	学历	当总经理学历为博士学位、硕士学历、本科学历、专科学历、专科学历以下时, 分别取值4、3、2、1、0
经理工作转换成本(SC)	货币薪酬	当总经理薪酬大于行业均值时取1, 否则取0
	在职消费	现金流量表披露的“支付的其他与经营活动相关的现金流出”大于行业均值时取1, 否则取0
经理控制权(MC)	二职合一	当总经理与董事长二者合一时取1, 否则取0

4. 管理层持股(Hold)。

考虑我国上市公司管理层持股水平存在较明显截面特征，因此借鉴吕长江等(2009)^[30]的做法，以是否持股哑变量(Hold)独立上市公司管理层持股。即管理层持股数量大于行业均值时是否持股哑变量(Hold)取值1，否则取值为0。

(四)模型设定

为了考察期限异质性对债务契约与企业风险承担之间关系的影响，在模型1基础上考虑期限异质性与债务契约的交乘项Short_L×Loan, 并构建模型2:

$$\begin{aligned}
 RiskT = & \beta_0 + \beta_1 Loan + \beta_2 Short_L \times Loan + \\
 & \beta_3 Short_L + \beta_4 SIZE + \beta_5 AGE + \\
 & \beta_6 GROWTH + \beta_7 TQ + \beta_8 Tang + \beta_9 TAT + \\
 & \beta_{10} CF + \beta_{11} BOARD + \beta_{12} IDP + \\
 & \sum IND + \sum YEAR + \epsilon \quad (2)
 \end{aligned}$$

为了考察经理管理防御对债务契约与企业风险承担之间关系的影响，在模型1基础上考虑经理管理防御与债务契约的交乘项DEF×Loan, 并构建模型3:

$$\begin{aligned}
 RiskT = & \eta_0 + \eta_1 Loan + \eta_2 DEF \times Loan + \\
 & \eta_3 DEF + \eta_4 SIZE + \eta_5 AGE + \eta_6 GROWTH + \\
 & \eta_7 TQ + \eta_8 Tang + \eta_9 TAT + \eta_{10} CF + \\
 & \eta_{11} BOARD + \eta_{12} IDP + \sum IND + \\
 & \sum YEAR + \epsilon \quad (3)
 \end{aligned}$$

为了考察管理层持股对债务契约与企业风险承担之间关系的影响，按照样本企业管理层持股水平与行业均值比较结果的高低对模型1进行分组回归。

为了考察代理成本对债务契约与企业风险承担之间关系的中介作用机制，参照温忠麟等(2004)^[31]的研究，构建中介效应模型4与模型5:

$$\begin{aligned}
 Cost = & \gamma_0 + \gamma_1 Loan + \gamma_2 SIZE + \gamma_3 AGE + \\
 & \gamma_4 GROWTH + \gamma_5 TQ + \gamma_6 Tang + \gamma_7 TAT + \\
 & \gamma_8 CF + \gamma_9 BOARD + \gamma_{10} IDP + \sum IND + \\
 & \sum YEAR + \epsilon \quad (4)
 \end{aligned}$$

$$\begin{aligned}
 RiskT = & \varphi_0 + \varphi_1 Loan + \varphi_2 Cost + \varphi_3 SIZE + \\
 & \varphi_4 AGE + \varphi_5 GROWTH + \varphi_6 TQ + \varphi_7 Tang + \\
 & \varphi_8 TAT + \varphi_9 CF + \varphi_{10} BOARD + \\
 & \varphi_{11} IDP + \sum IND + \sum YEAR + \epsilon \quad (5)
 \end{aligned}$$

(五)实证结果分析

1. 代理成本的中介机制检验。

表 5 为代理成本对债务契约与企业风险承担之间关系中中介效应的检验结果。从表中第(1)列模型回归结果可以看到，债务契约(Loan)与代理成本(Cost)的系数在 1%水平上显著为负，说明债务契约有助于降低股东与管理者之间的第一类代理成本。从表中第(2)(3)列模型回归结果可以看出，无论是以 RiskT1 还是 RiskT2 度量企业风险承担，债务契约与企业风险承担均显著正相关，而代理成本与企业风险承担则均为显著负相关。上述结果表明，代理成本在债务契约与企业风险承担之间的关系中发挥部分中介效应。

2. 契约期限异质性的调节机制检验。

表 6 为期限异质性对债务契约与企业风险承担之间关系的回归结果，可以看出，无论是以盈利波动性(RiskT1)还是股票回报率波动性(RiskT2)度量企业风险承担，在第(1)和(3)列中 Short_L 的相关系数均显著为负，说明债务契约期限越短，企业风险承担越低。但在第(2)(4)列中加入债务契约与期限异质性交乘项之后，其相关系数在 10%水平上显著为正，此结果说明我国目前制度背景下对短期债务可能导致的财务危机效应约束力度不够，难以抑制股东与管理者通过短期债务从事高风险投资项目。

表 5 债务契约、代理成本与企业风险承担

变量	(1) Cost	(2) RiskT1	(3) RiskT2
Loan	-0.0008***	0.0121***	0.2740***
	(-4.35)	(6.12)	(12.95)
Cost		-0.1040**	-0.2090***
		(-2.13)	(-4.16)
Size	0.0001***	-0.0037***	0.0256***
	(4.12)	(-15.04)	(8.40)
Age	0.0002***	0.0113***	0.1000***
	(4.71)	(30.37)	(19.41)
Growth	-0.0001***	0.0013***	0.0343***
	(-4.59)	(4.16)	(5.44)
TQ	-0.0001**	0.0042***	0.0646***
	(-2.02)	(17.07)	(25.25)
Tang	0.0008***	-0.0240***	-0.4520***
	(5.08)	(-7.47)	(-13.23)

Tat	0.798***	0.1030**	0.2030***
	(7.89)	(2.10)	(4.21)
CF	0.0004	-0.0279***	-0.2400***
	(0.85)	(-6.14)	(-5.33)
Board	-0.0001*	-0.0006***	-0.0068***
	(-1.95)	(-4.10)	(-3.80)
IDP	-0.0004	0.0085*	-0.0799
	(-0.82)	(1.74)	(-1.45)
Year&IND	控制	控制	控制
N	24906	24906	22452
Adjust-R ²	0.0900	0.1040	0.4150

3. 经理管理防御的调节机制检验。

表 7 为经理管理防御对债务契约与企业风险承担之间关系的回归结果，可以看出，在第(1)列中，以盈利波动性(RiskT1)度量企业风险承担的情况下，债务契约与经理管理防御的交乘项 Loan×DEF 系数在 5%水平上显著为负；而在第(2)列以股票回报率波动性(RiskT2)度量企业风险承担的情况下，债务契约与经理管理防御的交乘项 Loan×DEF 的相关系数虽未显著为负，但是较于债务契约(Loan)的相关系数有所下降。以上结果说明，经理管理防御下，代理成本增加，管理者通常会出于维持“平静生活”私利而不愿冒险将债务融资投入高收益项目，导致企业风险承担下降，因此，通过公司治理机制对经理管理防御进行有效限制能够提升债务契约对企业风险承担的正向影响。

4. 管理层持股的调节机制检验。

表 8 为管理层持股对债务契约与企业风险承担之间关系的回归结果，可以看出，无论是以盈利波动性(RiskT1)还是股票回报率波动性(RiskT2)度量企业风险承担，在管理层持股水平高组样本中，债务契约(Loan)的系数均在 1%水平上显著为正，而在管理层持股水平较低时，相关系数均不显著。以上结果说明，管理层持股通过将企业剩余收益权利让渡于管理者共享，促使管理者与股东间代理成本下降，努力工作以及侵占债权人利益动机增强，有助于提升企业风险承担。

表 6 债务契约、期限异质性与企业风险承担

变量	(1) RiskT1	(2) RiskT1	(3) RiskT2	(4) RiskT2
Loan	0.0330**	0.0208***	0.5780***	0.6470***
	(2.11)	(5.30)	(10.55)	(13.93)

Short_L	-0.0076***	-0.0022*	-0.5770***	-0.0185
	(-2.79)	(-1.88)	(-16.43)	(-1.26)
Loan×Short_L		0.0094*		0.1930***
		(1.69)		(2.86)
Size	-0.0040***	-0.0050***	-0.0392***	-0.0249***
	(-15.58)	(-19.29)	(-11.83)	(-7.07)
Age	0.0119***	0.0103***	0.0765***	0.0389***
	(31.35)	(28.43)	(13.19)	(6.28)
Growth	0.0014***	0.0012***	0.0166***	0.0067**
	(4.49)	(4.03)	(5.87)	(2.34)
TQ	0.0046***	0.0032***	0.0323***	0.0767***
	(17.61)	(12.89)	(12.59)	(23.96)
Tang	-0.0172***	-0.0085***	-0.0015	-0.0711*
	(-5.32)	(-2.77)	(-0.04)	(-1.82)
Tat	-0.0002	-0.0013*	0.0525***	0.0822***
	(-0.30)	(-1.95)	(6.24)	(8.91)
CF	-0.0379***	-0.0250***	-0.0172	-0.1690***
	(-8.15)	(-5.60)	(-0.31)	(-3.09)
Board	-0.0005***	-0.0004***	0.0246***	0.0135***
	(-3.23)	(-3.02)	(10.85)	(6.29)
IDP	0.0075	0.0058	-0.0219	-0.0711
	(1.55)	(1.16)	(-0.32)	(-1.07)
Year&IND	控制	控制	控制	控制
N	24906	21422	22452	19763
Adjust-R ²	0.1310	0.1050	0.0489	0.2180

七、研究结论与启示

(一)研究结论

债务契约通过有限责任制度和定期付息属性，促使管理者与股东利益趋向一致，降低管理者代理成本，财务决策过程中更为注重企业长期价值实现，并增强其努力工作，冒险寻求高收益项目的动机，从而提升企业风险承担。

本文主要考察了债务契约对企业风险承担的影响，并对其作用机制进行分析。以沪深 A 股上市公司为研究样本，研究发现，债务契约显著提升了企业风险承担，进一步分析发现，债务契约主要通过降低管理者与股东之间的代理成本而达到提升企业风险承担的治理效应，具体表现为代理成本在债务契约与企业风险承担之间关系中发挥了中介作用机制。同时发现，契约期限异质性、经理管理防御与管理层持股在债务契约对企业风险承担的影响中发挥调节作用。具体而言，目前我国制度环境下，短期债务契约同样提升了企业风险承担，其财务危机约束机制并未得以充分发挥，也在一定程度上解释了“短债长投”现象的普遍存在。此外，在经理管理防御程度较低、管理层持股水平较高的研究样本中，债务契约对企业风险承担的治理作用更为显著。

表 7 债务契约、经理管理防御与企业风险承担

变量	(1) RiskT1	(2) RiskT2
Loan	0.0701**	0.1370
	(2.48)	(0.34)
Loan×DEF	-0.0047**	0.0379
	(-2.10)	(1.18)
DEF	0.0009*	0.0418***
	(1.84)	(4.98)
Size	-0.0036***	-0.1150***
	(-10.16)	(-11.43)
Age	0.0091***	-0.2650***
	(21.47)	(-13.04)
Growth	0.0011***	-0.0013
	(2.59)	(-0.32)
TQ	0.0033***	0.0407***
	(12.10)	(11.26)
Tang	-0.0100***	-0.8790***
	(-3.14)	(-13.34)
Tat	-0.0016*	0.0784***
	(-1.88)	(4.09)

CF	-0.0300***	0.2780***
	(-6.07)	(4.56)
Board	-0.0005***	0.0050
	(-3.19)	(1.18)
IDP	-0.0048	-0.1070
	(-0.91)	(-0.98)
Year&IND	控制	控制
N	14929	13473
Adjust-R ²	0.1170	0.0834

(二) 研究启示

根据研究结论，本文得到以下政策启示：

第一，在管理决策过程中，应有效识别那些风险系数高但预期净现值为正的投资项目。尤其在目前我国新兴加转轨制度环境下，创新驱动经济发展任重道远，企业应将资本合理配置到价值增值性较高的风险性项目之中，有利于提升企业核心竞争力，并最终带动宏观经济增长。此外，充分重视债务契约、新闻媒体等外部机制通过缓解代理问题而对企业风险承担产生的治理效应。

表 8 债务契约、管理层持股与企业风险承担

变量	RiskT1		RiskT2	
	(1) 管理层持股水平低	(2) 管理层持股水平高	(3) 管理层持股水平低	(4) 管理层持股水平高
Loan	0.0053	0.0167***	0.0386	0.1820***
	(1.41)	(3.83)	(0.94)	(3.08)
Size	-0.0107***	-0.0115***	0.0518***	-0.0794***
	(-12.19)	(-11.23)	(5.37)	(-5.95)
Age	0.0124***	0.0061***	0.4830***	0.2410***
	(6.69)	(4.01)	(16.71)	(7.78)
Growth	0.0002	0.0006*	-0.0012	0.0085*
	(0.66)	(1.81)	(-0.34)	(1.85)

TQ	0.0003	0.0009***	0.0435***	0.0408***
	(1.15)	(2.88)	(14.11)	(9.04)
Tang	0.0218***	-0.0078	-0.2500***	-0.3410***
	(4.02)	(-1.27)	(-4.17)	(-3.79)
Tat	-0.0027*	0.0007	0.0061	0.0229
	(-1.68)	(0.37)	(0.35)	(0.93)
CF	-0.0055	-0.00842*	0.0423	-0.0707
	(-1.18)	(-1.72)	(0.82)	(-1.03)
Board	-0.0001	-0.0002	0.0037	0.0117**
	(-0.23)	(-0.64)	(0.98)	(2.32)
IDP	0.0177**	0.0002	-0.0115	0.1410
	(2.05)	(0.02)	(-0.12)	(1.09)
Year&IND	控制	控制	控制	控制
N	10399	8215	9616	6935
Adjust-R ²	0.2460	0.3180	0.3310	0.0922

第二，健全经理人股权激励机制，培育经理人声誉约束机制，以缓解代理问题对企业风险承担的不利影响。尤其应当健全经理人信用约束机制建设。首先，通过完善约束经理人相关的法律法规建设，建立起系统有效的经理人声誉评价与认证体系，为约束经理人尽职行为提供标准；其次，进一步完善经理人声誉披露和评价机制，将其“平静生活”或者构建“商业帝国”等攫取私利行为公开披露，并接受经理人市场公开评价；最后，对于违背声誉评价机制的经理人，应当建立经理人退出机制，结束职业生涯。

第三，通过完善股权激励等相关法律法规建设，将股价引入管理层薪酬契约的方式，使得管理者拥有企业剩余所有权，激励其将企业价值最大化作为决策目标，进而缓解代理问题对于企业风险承担的不利影响。

参考文献：

[1]John K, Litov L, Yeung B. Corporate governance and risk-taking[J]. The Journal of Finance, 2008, 63(4):1679-1728.

[2]Faccio M, Marchica M, Mura R. Large shareholder diversification and corporate risk-taking[J]. Review of Financial Studies, 2011, 11(11):3601-3641.

[3]余明桂，李文贵，潘红波. 管理者过度自信与企业风险承担[J]. 金融研究，2013(1):149-163.

-
- [4]刘志远,王存峰,彭涛,郭瑾.政策不确定性与企业风险承担:机遇预期效应还是损失规避效应[J].南开管理评论,2017(6):15-27.
- [5]Boubakri N,Cosset J 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.
- [6]李文贵.所有权、管理者特征与企业风险承担[D].武汉:武汉大学,2014.
- [7]解维敏,唐清泉.高管持股与企业创新——来自中国上市公司的经验证据[J].现代管理科学,2013(3):6-8.
- [8]张先治,柳志南.公司战略、产权性质与风险承担[J].中南财经政法大学学报,2017(5):23-31,159.
- [9]周泽将,马静,刘中燕.独立董事政治关联会增加企业风险承担水平吗?[J].财经研究,2018(8):141-153.
- [10]郭瑾,刘志远,彭涛.银行贷款对企业风险承担的影响:推动还是抑制?[J].会计研究,2017(2):42-48,96.
- [11]马庆魁,谷涛,郑博文.异质性视角下公司债务契约的治理效应研究[J].大连理工大学学报(社会科学版),2017(2):77-85.
- [12]吴秋生,敖小波.内部治理、内部控制与债务治理效应——来自中国上市公司的经验证据[J].经济问题,2014(4):75-80,129.
- [13]李维安,李建标.股权、董事会治理与中国上市公司的企业信用[J].管理世界,2003(9):103-109.
- [14]沈艺峰,沈洪涛,张俊生.中国上市公司的负债是否发挥控制作用[J].证券市场导报,2006(2):43-50.
- [15]谢德仁,陈运森.金融生态环境、产权性质与负债的治理效应[J].经济研究,2009(5):118-129.
- [16]王满四,邵国良.银行债权的公司治理效应研究——基于广东上市公司的实证分析[J].会计研究,2012(11):49-56.
- [17]Chakraborty A,Sheikh S,Subramanian N.Termination risk and managerial risk taking[J].Journal of Corporate Finance,2007,13:170-188.
- [18]陈德球,刘经纬,董志勇.社会破产成本、企业债务违约与信贷资金配置效率[J].金融研究,2013(11):68-81.
- [19]杨道广,王金妹,龚子良,陈汉文.分析师在企业风险承担中的作用:治理抑或压力[J].北京工商大学学报(社会科学版),2019(1):20-30.
- [20]Bargeron L L,Lehn K M,Zutter C J.Sarbanes-Oxley and corporate risk-taking[J].Journal of Accounting and Economics,2010,49(1/2):34-52.
- [21]申广军,张延,王荣.结构性减税与企业去杠杆[J].金融研究,2018(12):105-122.

-
- [22]戴钰.我国上市公司负债融资的治理效应研究[J].湖南大学学报(社会科学版),2011(1):57-62.
- [23]陈耿,刘星,辛清泉.信贷歧视、金融发展与民营企业银行借款期限结构[J].会计研究,2015(4):40-46.
- [24]李秉祥,陈英,李越.管理防御、R&D投入与公司治理机制关系研究[J].科研管理,2014(7):99-106.
- [25]Minnick K,Unal H,Yang L.Pay for performance?CEO compensation and acquirer returns in BHCs[J].Review of Financial Studies,2011,24(2):439-472..
- [26]姜付秀,黄磊,张敏.产品市场竞争、公司治理与代理成本[J].世界经济,2009(10):46-59.
- [27]罗进辉,黄泽悦,朱军.独立董事地理距离对公司代理成本的影响[J].中国工业经济,2017(8):100-119.
- [28]Finkelstein S.Power in top management teams:Dimensions,measurement,and validation[J].Academy of Management Journal,1992,35(3):505~538.
- [29]叶松勤,凌方,廖飞梅.管理防御、晋升激励与企业现金持有价值[J].财经论丛,2018(11):74-84.
- [30]吕长江,郑慧莲,严明珠,等.上市公司股权激励制度设计:是激励还是福利?[J].管理世界,2009(9):133-147,188.
- [31]温忠麟.张雷,侯杰泰,刘红云.中介效应检验程序及其应用[J].心理学报,2004(5):614-620.