

学校编码：10384
学号：17520101151179

分类号_____密级_____
UDC_____

厦 门 大 学

硕 士 学 位 论 文

**债务融资与企业风险承担
——来自中国民营上市公司的证据**

Debt Financing and Corporate Risk Taking:

Evidence from Chinese Private Listed Firms

严 巧 丹

指导教师姓名：黄炳艺 副教授

专业名称：会 计 学

论文提交时间：2013 年 4 月

论文答辩日期：2013 年 月

学位授予日期：2013 年 月

答辩委员会主席：_____

评 阅 人：_____

2013 年 4 月

厦门大学学位论文原创性声明

本人呈交的学位论文是本人在导师指导下,独立完成的研究成果。本人在论文写作中参考其他个人或集体已经发表的研究成果,均在文中以适当方式明确标明,并符合法律规范和《厦门大学研究生学术活动规范(试行)》。

另外,该学位论文为()课题(组)的研究成果,获得()课题(组)经费或实验室的资助,在()实验室完成。(请在以上括号内填写课题或课题组负责人或实验室名称,未有此项声明内容的,可以不作特别声明。)

声明人(签名):

年 月 日

厦门大学博硕士学位论文摘要库

厦门大学学位论文著作权使用声明

本人同意厦门大学根据《中华人民共和国学位条例暂行实施办法》等规定保留和使用此学位论文，并向主管部门或其指定机构送交学位论文（包括纸质版和电子版），允许学位论文进入厦门大学图书馆及其数据库被查阅、借阅。本人同意厦门大学将学位论文加入全国博士、硕士学位论文共建单位数据库进行检索，将学位论文的标题和摘要汇编出版，采用影印、缩印或者其它方式合理复制学位论文。

本学位论文属于：

1.经厦门大学保密委员会审查核定的保密学位论文，于 年 月 日解密，解密后适用上述授权。

2.不保密，适用上述授权。

（请在以上相应括号内打“√”或填上相应内容。保密学位论文应是已经厦门大学保密委员会审定过的学位论文，未经厦门大学保密委员会审定的学位论文均为公开学位论文。此声明栏不填写的，默认为公开学位论文，均适用上述授权。）

声明人（签名）：

年 月 日

厦门大学博硕士学位论文摘要库

摘要

相对于德国、日本等发达国家，我国债权人利益保护的法律环境较弱，并未对债权人参与公司治理进行立法保护；而根据利益相关者理论，公司债权人不再是被动、消极的利益相关者，他们积极地参与公司治理以降低自己的投资风险。鉴于债权人风险与企业风险密切相关的特征，本文研究债务融资与企业风险承担之间的关系，在此基础上探讨债权人的公司治理效应。

本文以 2003 年至 2011 年在我国沪深两市上市的民营企业为样本，用面板数据对债务融资与企业风险承担之间的关系进行实证研究，得到以下结论：一是民营上市公司的银行借款和商业信用对其风险承担行为的影响作用存在显著差异，银行借款能够抑制企业的风险承担行为，而商业信用对企业的风险承担行为有促进作用；二是债务融资规模与民营上市公司风险承担之间存在显著的负相关关系，说明债务融资对企业风险承担行为具有抑制作用，且这种抑制作用源于银行借款的硬约束力和规模优势；三是银行借款的硬约束力容易受到政治联系因素的软化，使得债务融资对企业风险承担的影响作用在由国有企业改制而来的民营上市公司和直接上市的民营上市公司中显著不同，在直接上市的民营上市公司中，债务融资能抑制其风险承担行为，而在由国有企业改制而来的民营上市公司中，债务融资对其风险承担发挥了促进作用。由此，本文认为，在较为纯粹的民营上市公司中，债务融资能够约束企业的投资行为，进而对企业的风险承担产生影响，发挥了一定的治理功效；而在由国有企业改制而来的民营上市公司中，债务融资对企业的约束较少，股东更容易通过高风险项目的投资来损害债权人利益。

本文的研究成果对上市公司债务治理、企业风险控制以及国有企业改制等均具有一定的政策导向性作用。

关键词： 债务融资； 风险承担； 公司治理

Abstract

Comparing with Germany, Japan and other developed countries, China's legal environment of creditor rights is weaker, and has not enacted any legislation to ensure creditors' right of participating in corporate governance. However, according to the stakeholder theory, creditors are no longer the passive stakeholders. They actively take participate in corporate governance to reduce investment risk. As creditors' investment risk is closely related to the company's risk-taking behavior, this paper study the creditors' governing effect by analyzing the relationship between debt financing and corporate risk taking.

In order to disclose how the debt financing influences corporate risk-taking behavior, this paper selects all the private companies listed in Shanghai Stock Exchange and Shenzhen Stock Exchange from 2003 to 2011 as research sample. Conclusions are drawn as follows: (1) Influence of bank loans and commercial loans on private listed companies' risk taking significantly differences, bank loans inhibit private companies' risk taking, and commercial loans promote private listed companies' risk taking. (2) There is a significant negative correlation between the scale of debt financing and private listed companies' risk taking, which indicates that debt financing can inhibit corporate risk taking in private listed companies, and this is because of bank loans' hard binding and scale advantages. (3) Hard binding of bank loans can be easily softened by political connections, which leads significantly different influences debt financing played on corporate risk taking in directly listed private companies and private listed companies restructuring from state-owned ones; in directly listed companies, debt financing inhibits their risk taking behavior; but in private listed companies restructuring from state-owned ones, debt financing promotes their risk taking behavior. Thus, this paper draws the final conclusion: in more purely private listed companies, debt financing can inhibit corporate risk taking by restricting their investment behavior, which indicates creditors' governing is effective; however, there is less debt financing restriction in private listed companies restructuring from state-owned ones, so shareholders can damage creditor's interests

through investing in high-risk projects more easily.

The research this paper made can play a certain role in guiding corporate debt government, corporate risk control as well as the restructuring of state-owned companies.

Key Words: debt financing; corporate risk-taking; corporate governance.

厦门大学博硕士论文摘要库

目 录

第 1 章 引言	1
1.1 研究动机	1
1.2 研究思路与结构安排	2
1.3 本文可能的创新点	3
第 2 章 文献综述	4
2.1 内部公司治理与企业风险承担	4
2.1.1 股权结构与企业风险承担	4
2.1.2 董事会特征与企业风险承担	6
2.1.3 管理层激励与企业风险承担	7
2.2 外部公司治理与企业风险承担	9
2.3 文献简评	13
第 3 章 理论分析和假说发展	15
3.1 委托代理理论	15
3.1.1 债务融资契约与委托代理关系	15
3.1.2 利益不一致、信息不对称与委托代理成本	15
3.2 负债融资的相机治理作用	16
3.2.1 利益相关者理论	16
3.2.2 负债融资的自由现金流量效应	17
3.3 假说发展	18
第 4 章 研究设计	22
4.1 变量的选取	22
4.1.1 被解释变量	22
4.1.2 解释变量	24
4.1.3 控制变量	24
4.2 面板数据模型	26
4.3 样本的选择和数据来源	27
第 5 章 实证检验	29

5.1 描述性统计分析	29
5.2 相关性检验	30
5.3 实证结果分析	31
5.3.1 债务规模与企业风险承担	31
5.3.2 债务来源与企业风险承担	33
5.3.3 债务融资、政治联系与企业风险承担	36
5.4 稳健性检验	40
5.5 结论	44
第 6 章 研究结论、局限及未来研究方向	46
6.1 研究结论	46
6.2 本文的不足及未来的研究方向	46
参考文献	48
致 谢	52

Contents

Chapter1 Introduction	1
1.1 Research Motivation	1
1.2 Research Thinking and Framwork	2
1.3 Research Innovation	3
Chatper2 Literature Review	4
2.1 Internal Corporate Governance and Corporate Risk Taking	4
2.1.1 Ownership Structure and Corporate Risk Taking	4
2.1.2 Board Governance and Corporate Risk Taking	6
2.1.3 Executive Compensation and Corporate Risk Taking	7
2.2 External Corporate Governance and Corporate Risk Taking	9
2.3 Brief Comment on the Literature	13
Chater3 Theoretical Analysis and Hypothesis Development	15
3.1 The Principal-agent Theory	15
3.1.1 Debt Financing Contract and Agency Relationship	15
3.1.2 Interests Conflicting, Information Asymmetry and Agency Costs ...	15
3.2 Debt Financing’s Contingent Governance Function	16
3.2.1 The Stakeholder Theory	16
3.2.2 Debt Financing’s Free Cash Flow Effect	17
3.3 Hypothesis Development	18
Chapter4 Research Design	22
4.1 Variable Description	22
4.1.1 Explained Variables	22
4.1.2 Explanatory Variables	24
4.1.3 Control Variables	24
4.2 Panel Data Models	26

4.3 Sample Selection and Data Source	27
Chapter5 Empirical Research	29
5.1 Descriptive Statistical Analysis	29
5.2 Correlation Test	30
5.3 Empirical Results Analysis	31
5.3.1 Debt Financing Scale and Corporate Risk Taking	31
5.3.2 Debt Financing Source and Corporate Risk Taking	33
5.3.3 Political Connection, Debt Financing and Corporate Risk Taking ...	36
5.4 Robustness Test	40
5.5 Conclusion	44
Chaper6 Conclusions and Limitations	46
6.1 Research Conclusions	46
6.2 Research Limitations	46
Reference	48
Acknowledgement	52

第1章 引言

1.1 研究动机

在传统公司法理论中，债权人与股东的利益保护有重大区别，债权人的利益保护一般通过公司资本维持原则的贯彻、公司重大信息公开原则的遵守和公司清算规则的执行这三种途径（刘迎霜，2010）^[1]，并没有赋予公司债权人参与公司治理的权利。但随着利益相关者理论、不完备契约理论等的发展，国外公司法理论引入了债权人参与公司治理的机制，例如德国和日本立法规定银行以大股东和债权人的双重身份直接参与公司治理。而在我国，债权人参与公司治理的立法基本空白，还停留在传统的公司法阶段。

根据契约理论，企业是一系列契约的集合，债权人便是其中非常重要的契约主体之一，契约的不完备性和信息的不对称性决定了债权人的投资必然存在风险，而对其投资风险加以控制的最佳途径就是直接或间接地参与到企业的公司治理中；特别是我国处于经济转轨的特殊阶段，债务在企业融资来源中占相当大的比例，企业内部公司治理中又存在严重的内部人控制问题，经营绩效差，债权人利益被严重侵蚀；因此债权人参与公司治理的立法缺失，会使得债权人更有动力通过其他途径参与公司治理，以保护自己的权益。

关于债权人是否参与了公司治理，对企业的经营投资行为产生了什么样的影响，债权人参与公司治理是否能提高企业绩效等等问题，引起了国内外学者的研究兴趣，研究成果日益丰硕。

从研究内容来看，目前国内外关于债权人参与公司治理的文献，主要集中在探讨债务融资与企业绩效、企业投资规模、代理成本之间的关系。鉴于债权人风险与企业风险密切相关的特征，债权人积极参与公司治理的目的主要在于约束企业的投资行为，以控制企业的风险承担水平，从而降低自身债权不能实现的风险，因此，与以往许多学者不同，本文研究债务融资与企业风险承担之间的关系，在此基础上探讨债权人的公司治理效应。

从研究结果来看，国外研究文献，特别是德国、日本等国家的文献，大部分得到了债务治理的正面结论，而我国很多文献得出的结论与之大相径庭，可能的

原因是我国大部分文献将上市公司作为一个整体样本进行研究,也有部分文献按股权性质对上市公司进行分类,但研究重点仍放在国有部分;而我国上市公司最主要的债务来源是银行贷款,大型商业银行很多又是国有控股,银行对国有企业的预算软约束问题普遍存在,这才可能致使债务治理失效。为了尽量避免预算软约束的干扰,本文将研究对象限定于民营上市公司,并利用我国国有企业改制背景,来研究政治联系对债务融资与企业风险承担之间关系的影响。

相信,本文对民营上市公司债务融资与企业风险承担关系的研究,在理论上可以对现有文献进行补充,在实践上对上市公司债务治理、企业风险控制以及国有企业改制等均具有一定的政策导向性作用。

1.2 研究思路与结构安排

本文共分为六章,其结构安排如下:

第一章为引言,介绍了本文的研究动机、研究思路和结构安排以及本文的创新点。

第二章为文献综述,简要介绍了国内外关于公司治理与企业风险承担关系的研究现状,并对现有的研究成果作了简单评述,提出本文研究的主要问题。

第三章为理论分析和假说发展,主要对公司治理相关理论进行了介绍,包括委托代理理论、信息不对称理论、利益相关者理论等,作为本文研究债务融资与企业风险承担关系的理论基础,最后提出了本文的假设。

第四章为本文的研究设计,介绍了变量的选取、面板数据模型、样本的选择和数据来源。

第五章为债务融资与企业风险承担的实证研究,分别检验了债务融资规模、债务融资来源对企业风险承担的影响。最后进行了稳健性检验。

第六章为研究结论、研究局限性以及后续研究方向,对本文的研究结论做了总结,并指出了文章的研究局限,最后提出了今后可以继续研究的方向。

本文的研究框架如下图 1-1 所示:

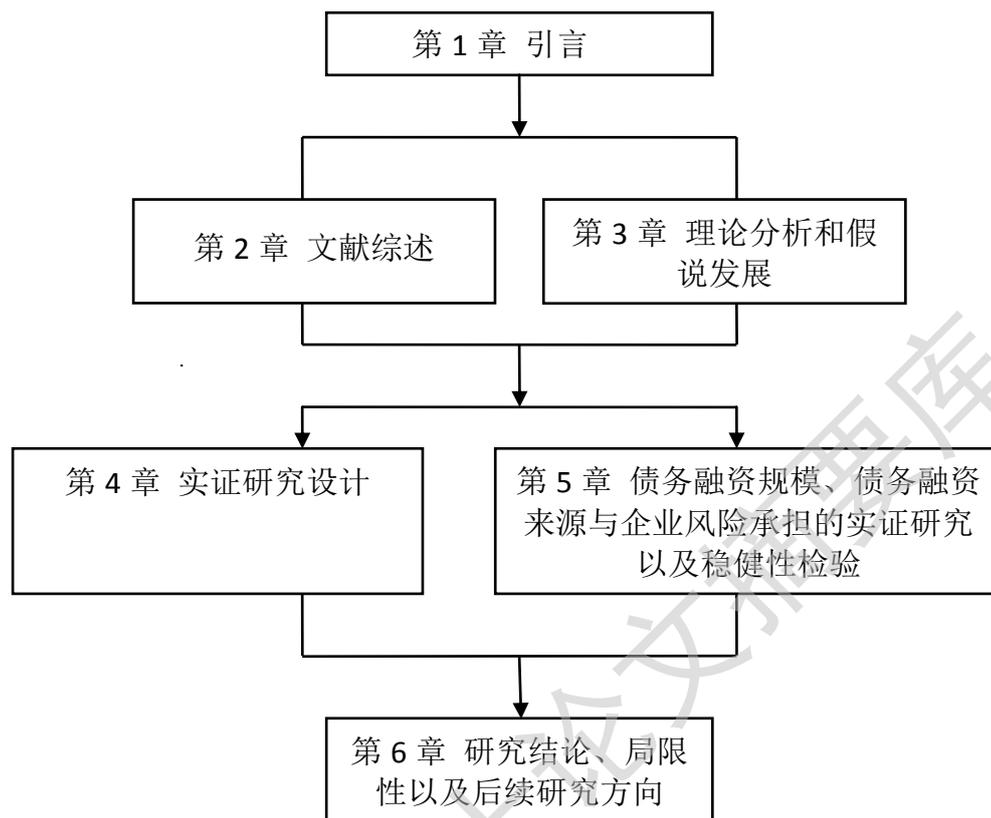


图 1-1: 本文的研究框架

1.3 本文可能的创新点

本文可能的创新点有：（1）目前，在公司治理与企业风险承担研究领域，对债权人治理效应的研究几乎没有。虽然 Acharya（2009）^[2]在这方面有所涉及，但他是基于债权人法律保护的国别差异来研究在不同的国家债权人对企业风险承担行为的影响；本文研究我国上市公司债务融资对其风险承担行为的影响，可以弥补这方面研究的不足。（2）在现有的债务治理文献中，专门针对民营上市公司的研究较少，本文选取 2003 年至 2011 年的我国民营上市公司作为样本公司，在一定程度上丰富了现有的研究样本。且本文利用我国国有企业改制的制度背景，在研究民营上市公司债务融资与企业风险承担关系的过程中考虑了政治联系因素，研究结果显示债务融资对企业风险承担的影响作用在直接上市的民营上市公司和由国有企业改制而来的民营上市公司中有显著差异，相信本文的研究结果将会是对现有文献的一个补充。

第2章 文献综述

企业风险承担水平反映了企业在投资决策过程中对投资项目的选择,更高的风险承担水平意味着企业更多地选择高风险的投资项目。Jensen and Meckling(1976)^[3]提出了委托代理理论,指出股东和债权人之间以及股东和管理层之间存在委托代理关系;在企业进行投资项目选择时,前者的委托代理关系易产生资产替代问题,即股东或者代表股东的管理层偏好高风险投资项目,侵害债权人利益;后者由于管理层目标和股东目标不一致,使得管理层和股东对风险的偏好存在很大的区别,且管理层对待风险的态度不确定性较强,随着环境的变化,他们会在风险承担和风险规避之间摇摆。基于此,学术界引发了对公司治理和企业风险承担关系的研究热潮。

目前,国内外学者关于公司治理与企业风险承担关系的研究可以分为两类,一是内部公司治理与企业风险承担的研究,如股权结构、董事会特征和管理层激励等;二是外部公司治理与企业风险承担的研究,如债权人、市场约束、政府监管等。

2.1 内部公司治理与企业风险承担

2.1.1 股权结构与企业风险承担

股权结构是整个公司治理结构中重要的组成部分,对企业的经营决策、财务决策、代理权竞争和监督机制的建立等都能产生重大影响,一直是公司治理研究领域里最重要的问题之一。就目前股权结构与企业风险承担的研究文献来看,主要集中在股权集中度和股权性质上。

关于股权集中度和企业风险承担,Shleifer et al. (1986)^[4]认为,在较高的股权集中度下,股东对管理层的监督更为有效,更能控制管理层的风险承担行为。但从集中型股权结构下的大股东控制而言,很多学者得出了相反的结论。因为股权的高度集中容易导致企业内部决策机制缺乏民主性和科学性,同时如果外部治理弱化,控股大股东就很有可能侵蚀企业利润、侵占小股东的利益,造成高昂的代理成本,导致企业风险承担水平上升。国内外学者的实证研究结论大部分倾向

Degree papers are in the "[Xiamen University Electronic Theses and Dissertations Database](#)". Full texts are available in the following ways:

1. If your library is a CALIS member libraries, please log on <http://etd.calis.edu.cn/> and submit requests online, or consult the interlibrary loan department in your library.
2. For users of non-CALIS member libraries, please mail to etd@xmu.edu.cn for delivery details.

厦门大学博硕士学位论文摘要库