

doi:10.3969/j.issn.1673-9833.2021.06.009

# 金融去杠杆对企业风险承担的实证研究

罗拥华, 漆放

(湖南工业大学 经济与贸易学院, 湖南 株洲 412007)

**摘要:** 为探讨金融去杠杆目标、优化资产配置效率与降低企业风险承担水平的关系, 以2008—2018年全部A股上市公司为样本, 引入资产配置这一中介变量, 实证检验了金融去杠杆与企业风险承担水平之间的关系。研究表明, 金融去杠杆可以优化资产配置, 进而降低企业风险承担水平, 资产配置在金融去杠杆对企业风险承担关系作用中发挥了部分中介效应; 进一步区分产权性质后发现, 相较于国有企业, 这一作用机制在非国有企业中更为显著; 稳健性检验测试结果中, 上述结论仍然成立。

**关键词:** 供给侧改革; 金融去杠杆; 资产配置; 企业风险承担; A股上市公司

**中图分类号:** F275.1

**文献标志码:** A

**文章编号:** 1673-9833(2021)06-0064-08

**引文格式:** 罗拥华, 漆放. 金融去杠杆对企业风险承担的实证研究[J]. 湖南工业大学学报, 2021, 35(6): 64-71.

## An Empirical Study on Financial Deleveraging on Entrepreneurial Risk Taking

LUO Yonghua, QI Fang

(College of Economy and Trade, Hunan University of Technology, Zhuzhou Hunan 412007, China)

**Abstract:** This study is aimed at the discussion of the relationship between financial deleveraging objectives, optimization of the efficiency of enterprise asset allocation and reduction of entrepreneurial risk taking. Taking all A-share listed companies from 2008 to 2018 as samples, this paper introduces the intermediary variable of asset allocation for an empirical test of the relationship between financial deleveraging and entrepreneurial risk-taking level. The results show that financial deleveraging helps to optimize asset allocation, thus reducing the level of entrepreneurial risk taking. Asset allocation exerts a partial intermediary effect on the relationship between leverage and entrepreneurial risk taking. Based on a further distinction of the nature of property rights, it is found that this mechanism is more significant in non-state-owned enterprises than in state-owned enterprises. The conclusion reached above still holds true in the robustness test results.

**Keywords:** supply side reform; financial deleveraging; asset allocation; entrepreneurial risk taking; A-share listed company

### 1 研究综述

改革开放以来, 我国经济高速发展, 金融总量水平以快于GDP的速度增长, 企业杠杆率得到了

大幅度提升。刘习习等<sup>[1]</sup>表示, 尽管当前我国尚未出现周期性金融危机、资产冗余、大面积破产等现象, 但是中国面对的债务压力依然相当大。据中国社会科学院的计算, 截至2018年底, 中国债务总额

收稿日期: 2021-03-17

作者简介: 罗拥华(1977-), 男, 湖南武冈人, 湖南工业大学副教授, 博士, 硕士生导师, 主要从事产业经济与企业投资方面的教学与研究, E-mail: luoyonghua123@163.com

高达219.4万亿元,远超欧美等发达国家。从债务结构上看,政府部门的杠杆率为37%,居民部门的杠杆率为53.2%,企业部门的杠杆率为153.6%。据肖崎等<sup>[2]</sup>统计,2010年巴西和印度的负债率分别为148%和122%,俄罗斯的债务比率为73%,而我国资产负债率高达191%。查询万德(Wind)数据库得知,2007—2018年,我国实体企业持有负债大幅度增加,由原来的0.61万亿元上升至3.93万亿元。周彬等<sup>[3]</sup>曾认为,企业杠杆率居高不下,会给企业转型带来困难。鉴于此,中央财经小组在2015年提出了供给侧结构性改革“三去一降一补”的政策。一方面,国家宏观调控指出经济发展要化解过剩产能,金融环境帮助企业降低成本,有效去除杠杆,化解金融风险;另一方面,对于企业来说,高杠杆的危害得到重视,如何利用财务杠杆和资产配置将财务风险控制在合理范围内是企业亟需解决的问题。在供给侧改革的大背景下,研究企业风险承担的同时,检验资产配置在两者之间的中介作用,对于维护资本市场的稳定具有一定的理论意义和现实意义。

已有研究企业风险承担的成因,多从企业内部治理机制、市场秩序、董事会的个人特征等着手。比如李博阳等<sup>[4]</sup>认为,实施员工持股计划能调动企业内部积极性,增强组织协同合作能力,从而提高企业风险承担水平。吴立力<sup>[5]</sup>则认为,完善的市场秩序是影响企业风险承担的唯一因素。谢获宝等<sup>[6]</sup>研究发现,高管经营能力决定了公司的治理方式,从而影响整个企业风险承担水平。综上,在市场化进程不断推进的过程中,从不同的角度分析企业风险承担具有一定的异质性,但大多数学者对风险和资本关系的研究较为浅显,没有深入分析资本杠杆对企业风险的影响途径及其作用机制。因此,本文拟从资产结构层面进行研究,引入中介变量资产配置,分析金融杠杆对企业风险承担的传导机制,由此对企业风险承担影响因素的相关研究进行有益补充。此外,不同产权性质的资产结构如何影响杠杆对企业风险承担水平的作用,本文也做出了回答。

本文可能存在的边际贡献,是以2008—2018年去除ST(special treatment)的全部A股上市公司财务报表为样本,综合实证分析出企业杠杆对企业风险承担水平的影响。实证结果表明,金融杠杆与企业风险承担水平成显著负相关,且资产配置起到中介作用。站在企业运营的角度,管理者可以通过优化资产配置、调节金融杠杆等手段降低企业经营风险水平。且相较于国有企业,这一作用机制在非国有企业中表现得更为显著。

## 2 理论分析与研究假设

### 2.1 金融去杠杆与企业风险承担

许多学者对国内外金融杠杆与企业风险承担水平间的关系进行了研究。如沈昊旻等<sup>[7]</sup>以2013—2017年A股上市公司为样本,对其去杠杆效果进行了检验,发现金融企业去杠杆会引发消费低迷和经济衰退,增加企业风险承担水平。而苗妙等<sup>[8]</sup>通过对日本的金融危机进行调研与分析,发现杠杆的变动率直接影响着企业风险和信贷关系,最终改变企业风险承担水平。黄为伟等<sup>[9]</sup>认为,在资产过剩企业中,金融杠杆率增长对企业风险承担水平起抑制作用。同样,夏子航等<sup>[10]</sup>经过研究后指出,去杠杆政策势必会加剧金融风险承担水平,影响市场稳定性。而汪娟等<sup>[11]</sup>经研究发现,小企业风险承担水平与金融杠杆呈倒U型的曲线关系,证明了企业杠杆与企业风险承担间的相关性。从宏观层面上来说,杠杆率较快上升或大幅下降会引发金融系统不稳定。具体到企业层面,如果财务去杠杆进程过于激烈,容易引起企业财务风险承担水平的变化。一方面,金融杠杆稳定会提高企业风险承担水平,这是因为企业为了追逐利润,偏好于风险高、收益大的投资,负债增加,杠杆率不断升高,投资性资产挤占了主营业务的比率。另一方面,杠杆率的上升虽然会缓解企业融资约束形成的财务风险,但是破坏的资产比率会激化公司制中股东和债权人的冲突。在这种情况下,企业金融“去杠杆”会降低企业的资产收益,影响企业风险承担水平。但是随着企业“去杠杆”程度的继续增加,市场紧缩导致股东出资比例进一步加大,其追求高风险、高回报的决策减少,股东愿意投资长期资产,保守创新的动机会更加强烈,促使企业的长期获利能力提升,即引发盈余向上波动,在这种情况下,非金融企业“去杠杆”就会提高企业风险承担水平。鉴于此,本文做出如下假设:

**H1** 在其他条件不变的情况下,金融去杠杆对企业风险承担具有抑制作用,即企业去杠杆会降低企业风险承担水平。

### 2.2 金融去杠杆与资产配置

根据权衡分配理论,汪莉<sup>[12]</sup>指出,资产配置结构很大程度上取决于企业的资产负债率与管理者的决策。一般情况下,企业资产配置率的变化体现在改变资产规模和重置现有资产利用两个层面。而金融杠杆关联着企业资产负债率,同样会影响管理者的决策,所以金融杠杆率可以间接地影响企业资产配置率。一方面,高杠杆意味着高收益,管理者面临重大

决策时, 股东作为企业管理层具有优先固定索赔权。另一方面, 对于债权人来说, 若为投资风险与收益不稳定性增高的项目, 则投资失败的风险最终会被转嫁给企业所有者。所以企业股东更有动机实施那些风险大且回报大的项目, 而债权人则是倾向于投资风险小但是收益也小的项目。企业资产配置, 就是企业根据资金需求不同将资产在不同类别之间进行分配, 其影响因素主要包括风险水平的高低、资产形态的不同、金融产品的多样。马草原等<sup>[13]</sup>的研究认为, 资产配置取决于管理者的主观意愿, 当金融杠杆水平影响了企业管理层与所有者之间的资产配置意愿时, 管理者就会改变投融资策略, 将资产投资组合混合, 调配风险承受能力最优的资产配置。因此, 金融杠杆是影响企业资产配置的重要因素, 基于以上分析, 做出如下假设:

**H2** 在其他条件不变的情况下, 金融去杠杆水平与资产配置成正向关系, 即去杠杆程度越高, 企业资产配置比率越高。

### 2.3 资产配置的调节作用

金融杠杆、资产配置和企业风险承担水平关系的研究, 对降低企业经营风险具有一定的现实意义。出于风险规避心理, 企业管理者可选择适当的杠杆率水平和最优化的资产配置以降低投资风险。然而袁鲲等<sup>[14]</sup>经过研究证实, 金融杠杆的增加是否降低企业风险承担水平及杠杆率如何影响资产配置等都具有较强的不确定性。一方面, 不存在最优资产配置和杠杆比率, 只能调适在合理的范围内。另一方面, 梁安琪等<sup>[15]</sup>表示, 金融市场存在周期波动性, 而数据的研究无法消除这类差异, 这些都在一定程度上加剧了信息不对称的程度, 可能会导致企业风险的增加。由于目前的相关研究较少, 不能确定资产配置在杠杆影响企业风险承担水平的过程中是否发挥着中介作用。金融杠杆的增加会提高企业风险承担水平, 同时也会优化资产配置, 而资产配置比率的提高同样会促使企业风险承担水平的提高。基于以上分析, 做出如下假设:

**H3** 资产配置在金融杠杆率和企业风险承担之间起调节作用。资产配置的提高导致杠杆率降低, 其对企业风险承担的抑制作用被强化。

## 3 研究设计

### 3.1 研究样本与数据来源

2006年证监会颁布相关通知后, 大部分上市公司开始详细披露研发投入, 且股价崩盘风险存在一定的滞后性, 因此本研究拟选取我国2008—2018年

沪深A股上市公司为研究样本。为避免异常样本的不利影响, 防止极端值对最终结果产生干扰, 本研究对数据进行了如下筛选: 1) 剔除金融、保险行业上市公司样本; 2) 剔除ST和\*ST的上市公司样本; 3) 只选取上市公司年末12月份财务报表样本, 以保证财务指标的计量可靠性; 4) 剔除主要变量数据缺失的观测值。最终得到了22 805个观测值, 为避免极端值的影响, 本研究对所有连续变量在1%和99%分位进行Winsorize处理。本研究中所有变量数据均来源于中国经济金融研究数据库(China Stock Market Accounting Research Database, CSMAR), 后期均运用Stata13软件处理数据。

### 3.2 变量定义

#### 3.2.1 被解释变量

被解释变量为企业风险承担(risk taking, RT)  $\gamma_{RT}$ , 参考刘志远等<sup>[16]</sup>的研究, 选择行业年份调整的企业资产收益率(return on enterprise assets, ROA)的5a期标准差作为企业风险承担的代理变量, 其中ROA选择利用息税前利润(earnings before interest and tax, EBIT)与期末总资产(asset)的比值进行衡量。以企业资产收益率的波动性衡量企业风险承担时, 资产收益率波动性越大, 企业风险承担水平越高。

#### 3.2.2 解释变量

解释变量为金融杠杆(leverage)  $\gamma_L$ , 根据冢好东等<sup>[17]</sup>的做法, 用资产负债率的变动程度来反映企业杠杆率下降的情况, 使用符合规模的行业企业负债总额与资产总额的比值表示总体杠杆率, 杠杆率下降代表金融去杠杆力度提升。

#### 3.2.3 中介变量

参考宋军等<sup>[18]</sup>的研究, 企业持有的金融资产包括6个方面: 交易性金融资产、衍生金融资产、可供出售的金融资产、持有至到期投资、投资性房地产、长期股权投资。金融资产配置(financial asset allocation)  $\gamma_{FAA}$ 采用金融资产占总资产比例来衡量, 本文中的资产配置变量选用年末、期末等价物占总资产的比值进行计算。

#### 3.2.4 控制变量

参考覃飞等<sup>[19]</sup>的研究, 本文选取以下几个变量作为控制变量, 比如现金流(cash flow)  $\gamma_{cash}$ 以期末现金流入量减去现金流出量进行计算; 企业规模(size)  $\gamma_{size}$ 用总资产的自然对数表示; 企业资金状况(corporate capital position)  $\gamma_{CCP}$ 以流动资产占总资产的比例表示; 企业年龄(age)  $\gamma_{age}$ 用企业成立年限对数衡量等。

具体的变量定义见表1。

表 1 变量定义表  
Table 1 Variable definition table

变量类型	变量名称	变量符号	变量说明
被解释变量	企业风险承担	$\gamma_{RT\ i, t-1}$	企业资产收益 5 a 标准差
解释变量	金融杠杆	$\gamma_{L\ i, t-1}$	t-1 年末资产负债率变动
中介变量	资产配置	$\gamma_{FAA\ i, t-1}$	t-1 年末等价物占总资产的比率
	公司规模	$\gamma_{size\ i, t-1}$	t-1 年末公司资产总额的自然对数
控制变量	企业资金	$\gamma_{CCP\ i, t-1}$	t-1 年末流动资产占总资产的比例
	职工薪酬水平	$\gamma_{ES\ i, t-1}$	t-1 年末应付职工薪酬占总资产的比例
	现金流	$\gamma_{cash\ i, t-1}$	t-1 年末期现金流入减去现金流出
	企业年龄	$\gamma_{age}$	企业成立年限的对数
	产权性质	$\gamma_{state}$	国有企业为 1, 非国有企业为 0

3.3 模型设计

为了验证前文的分析, 本研究借鉴肖崎等<sup>[2]</sup>的方法, 建立了如下模型:

$$\gamma_{RT\ i, t-1} = \alpha_0 + \alpha_1 \gamma_{L\ i, t-1} + \alpha_2 \gamma_{CV\ i, t-1} + \sum \gamma_{age} + \mu_{i, t-1} \quad (1)$$

式中:  $\alpha_0$  为截距;

$\alpha_1$  为企业风险承担下金融杠杆的回归系数;

$\alpha_2$  为其他控制变量的回归系数;

$\gamma_{CV\ i, t-1}$  为表 1 中的控制变量;

$\sum \gamma_{age}$  为表 1 中的企业成立年限总和;

$\mu_{i, t-1}$  为随机误差项。

本研究认为, 上市公司金融杠杆可能通过影响资产配置来影响企业风险承担。为了验证企业风险承担的传导路径, 参考温忠麟等<sup>[20]</sup>的方法, 设定如下模型:

$$\gamma_{FAA\ i, t-1} = \beta_0 + \beta_1 \gamma_{L\ i, t-1} + \beta_2 \gamma_{CV\ i, t-1} + \sum \gamma_{age} + \mu_{i, t-1}, \quad (2)$$

$$\gamma_{RT\ i, t-1} = \gamma_0 + \gamma_1 \gamma_{L\ i, t-1} + \gamma_2 \gamma_{FAA\ i, t-1} + \gamma_3 \gamma_{CV\ i, t-1} + \sum \gamma_{age} + \mu_{i, t-1} \quad (3)$$

式 (2) (3) 中:  $\beta_0$ 、 $\gamma_0$  均为模型截距;

$\beta_1$  为资产配置下金融杠杆的回归系数;

$\beta_2$  为控制变量的回归系数;

$\gamma_1$  为金融杠杆的检验系数;

$\gamma_2$  为资产配置的检验系数;

$\gamma_3$  为控制变量的检验系数。

模型中, 为了缓解内生性问题, 自变量和控制变量均做滞后一期处理。本文首先检验模型 (1) 中  $\alpha_1$  的显著性, 若显著为负, 表明金融去杠杆对企业风险承担呈显性负相关, 即金融去杠杆会降低企业风险承担水平; 然后检验模型 (2) 中  $\beta_1$  的显著性, 若显著为负, 则表示金融去杠杆会降低资产配置比率, 资产配置在金融去杠杆和企业风险承担中具有中介效应;

最后对模型 (3) 中的  $\gamma_1$ 、 $\gamma_2$  进行检验, 若  $\gamma_2$  显著为负, 同时  $\alpha_1$ 、 $\beta_1$  都显著为负, 表示金融去杠杆对企业风险承担呈显性负相关, 资产配置在其中发挥中介效应, 若  $\gamma_1$  不显著, 则表明资产配置在主效应中不发挥中介效应。

4 实证结果与分析

4.1 描述性统计

全样本变量的描述性统计结果列于表 2 中。

表 2 变量描述性统计结果  
Table 2 Variable descriptive statistical results

变量	数据 样本量	数据 平均值	数据 标准差	最小值	最大值
$\gamma_{RT\ i, t-1}$	22 805	0.042 520	0.059 588	-0.200 400	0.228 304
$\gamma_{L\ i, t-1}$	22 805	0.445 647	0.218 828	0.050 750	0.955 831
$\gamma_{FAA\ i, t-1}$	22 805	0.552 784	0.222 674	0.000 000	0.963 358
$\gamma_{ES\ i, t-1}$	22 805	0.009 761	0.010 005	0.000 016	0.054 264
$\gamma_{size\ i, t-1}$	22 805	9.629 426	0.620 538	8.457 737	11.842 670
$\gamma_{cash\ i, t-1}$	22 426	-0.664 340	4.302 365	-32.168 200	7.165 460
$\gamma_{CCP\ i, t-1}$	22 805	0.071 241	0.107 918	0.000 000	0.570 940

如表 2 所示, 其中企业风险承担的最小值和最大值分别为 -0.200 400 和 0.228 304, 标准差约为 0.060; 金融杠杆的最小值和最大值分别为 0.050 750 和 0.955 831, 标准差约为 0.219, 说明企业风险承担存在较大差异。资产规模的最小值和最大值分别为 8.457 737 和 11.842 670, 标准差约为 0.621, 意味着样本企业规模存在着较大差异, 个别企业规模较大, 个别企业规模一般。企业风险承担和金融杠杆的均值统计结果与已有文献 [4] 的研究结果一致。职工薪酬水平  $\gamma_{ES}$  的均值为 0.009 761, 标准差约为 0.010, 说明我国 A 股上市公司职工薪酬水平并不高。其余各控制变量的分布均处于合理范围内。

4.2 相关性检验

表 3 给出了本研究中主要变量的 Pearson 相关系数检验结果。

表 3 主要变量的相关性检验结果  
Table 3 Correlation test results of major variables

变量	$\gamma_{RT\ i, t-1}$	$\gamma_{L\ i, t-1}$	$\gamma_{FAA\ i, t-1}$	$\gamma_{ES\ i, t-1}$	$\gamma_{cash\ i, t-1}$	$\gamma_{CCP\ i, t-1}$
$\gamma_{RT\ i, t-1}$	1					
$\gamma_{L\ i, t-1}$	-0.366 9***	1				
$\gamma_{FAA\ i, t-1}$	0.152 2***	-0.132 5***	1			
$\gamma_{ES\ i, t-1}$	0.142 3***	-0.089 5**	0.054 1***	1		
$\gamma_{size\ i, t-1}$	-0.023 3***	0.493 5**	-0.257 1**	-0.132 3***		
$\gamma_{cash\ i, t-1}$	0.006 5**	-0.019 2**	0.001 6**	0.010 9**	1	
$\gamma_{CCP\ i, t-1}$	-0.039 6**	0.048 6***	-0.324 7***	-0.052 4***	-0.002 0***	1

注: \*、\*\*、\*\*\* 分别表示双尾检验在 10%、5%、1% 的水平上统计显著。

分析表3所示相关性检验结果,可以得知企业风险承担与控制变量间基本存在显著的相关关系,这说明本研究中与控制变量的设置是合理的。由表3可知 $\gamma_{RT}$ 和 $\gamma_L$ 的相关系数为-0.3669,说明两者具有较强的相关性。即金融杠杆与企业风险承担水平在1%的水平下显著负相关,这初步验证了本文的假设H1。 $\gamma_{RT}$ 与 $\gamma_{FAA}$ 的相关系数为0.1522,在1%的水平下显著正相关,这与假设H2的预期一致。 $\gamma_{RT}$ 与 $\gamma_{FAA}$ 在1%的水平下显著正相关,这在一定程度上证实了中介效应的存在。以上只是对变量间两两相关性进行检验,但是被解释变量与解释变量的关系还会受到其他因素的影响,因此需要在控制其它因素后做回归统计分析,以保证结论的可靠性。

### 4.3 回归分析

#### 4.3.1 金融杠杆与企业风险承担

使用stata13,按照公式(3)进行普通最小二乘法(ordinary least square, OLS)回归分析,所得结果如表4所示,其中模型3调整后的 $R^2=0.2054$ , $F$ 值为827.93。

表4 金融杠杆与企业风险承担的回归分析结果

Table 4 Regression results of financial leverage and entrepreneurial risk taking

变量	(1) $\gamma_{RT, i, t-1}$	(3) $\gamma_{RT, i, t-1}$
$\gamma_{FAA, i, t-1}$	0.000*** (-60.11)	0.004*** (-2.86)
$\gamma_{ES, i, t-1}$		0.000*** (21.14)
$\gamma_{size, i, t-1}$		0.000*** (36.99)
$\gamma_{cash, i, t-1}$		0.672* (-0.42)
$\gamma_{CCP, i, t-1}$		0.882* (-0.15)
Constant	0.000*** (105.07)	-0.000*** (-4.33)
Indus	Yes	Yes
Year	Yes	Yes
Obs	22 805	22 426
$R^2$	0.136 8	0.205 4
$F$ 值	3 612.91***	827.93***

注: \*、\*\*和\*\*\*分别表示处于10%、5%、1%的显著性水平,括号内数值为 $t$ 统计量。

由表4所示的回归结果数据,可知在1%的显著性水平下,除常数项外其他各变量的系数均显著。这一结果表明,不管是用金融杠杆还是资产配置衡量企业风险承担,在其他条件不变的情况下,金融去杠杆对企业风险承担具有抑制作用,即企业去杠杆会降低企业风险承担水平。假设H1得到证实。

#### 4.3.2 资金配置的中介作用

金融杠杆与企业风险承担回归式(3)的结果表明 $\gamma_{RT}$ 与 $\gamma_L$ 显著负相关,通过了中介效应第一步检验。其次,表5给出了(1)(3)检验中介变量对主效应回归的影响。

表5 资产配置的中介作用检验结果

Table 5 Intermediary effect test results of asset allocation

变量	(1) $\gamma_{FAA, i, t-1}$	(2) $\gamma_{RT, i, t-1}$
$\gamma_{L, i, t-1}$	0.000*** (-20.62)	0.000*** (-57.61)
$\gamma_{FAA, i, t-1}$		0.000*** (17.17)
Controls	Yes	Yes
Indus	Yes	Yes
Year	Yes	Yes
Obs	22 805	22 805
$R^2$	0.018 3	0.147 8
$F$ 值	425.10***	1 977.11***

注: \*、\*\*和\*\*\*分别表示处于10%、5%、1%的显著性水平,括号内数值为 $t$ 统计量。

由表5可知, $\gamma_{FAA}$ 的系数为0.000,在1%的水平下显著,说明资产配置与金融杠杆呈正相关关系,通过了中介效应的第二步检验,同时证实了假设H2。最后, $\gamma_{RT}$ 对 $\gamma_L$ 和 $\gamma_{FAA}$ 的系数均在1%的水平下显著正相关。从而证实了本文的假设H3。这一结果表明,金融去杠杆对企业风险承担具有抑制作用,即企业去杠杆会降低企业风险承担,且在这一结论中,资产配置呈中介作用。

鉴于以上分析, $R^2$ 值合理但 $F$ 值略大,有合理猜测多重共线性问题,现通过测算共线性,可知所有变量的方差膨胀因子(variance inflation factor, vif)值最大为1.41,其次是1.33,最低是1,平均值为1.18,小于4,故推论变量间不存在共线性,回归数据结论合理可信。

#### 4.3.3 区分产权性质的分组回归分析

产权性质的不同,使得杠杆影响企业风险承担水平不同。国有企业的高杠杆增长来源于地方政府稳增长压力,没有良好的融资偿债模式,去杠杆率使流动资金链紧张,企业风险承担水平不降反升。而非国有企业不良负债率偏高,现金流敏感性不够,随着企业杠杆率降低,还款压力降低,资产配置达最优化,融资进入良性循环,企业风险承担水平也比之前高杠杆时期低。因此,国有企业去杠杆进程对企业风险承担水平降低的程度并不显著,而对于非国有企业来说,去杠杆更可能会优化资产配置,进而抑制企业风险承担水平。

为了区分产权性质对金融杠杆与企业风险承担水平的影响,进一步找出非国有企业与国有企业之间的差异,本研究根据产权性质,将22 805条样本数据划分为非国有企业和国有企业,用相同的方法分别对两个样本组进行回归分析,所得结果见表6。

表6 区分产权性质的分组回归分析结果

Table 6 Regression analysis results of property rights classification

产权性质	变量	(1) $\gamma_{L,i,t-1}$	(2) $\gamma_{FAA,i,t-1}$	(3) $\gamma_{RT,i,t-1}$
Panel A (非国有企业)	$\gamma_{L,i,t-1}$	0.000*** (-74.50)	0.000** (-5.64)	0.000** (-68.26)
	$\gamma_{FAA,i,t-1}$			0.000** (-5.27)
	Controls	Yes	Yes	Yes
	Constant	0.000*** (21.27)	0.000*** (135.35)	-0.000** (16.59)
	Obs	10 814	10 814	10 814
	R <sup>2</sup>	0.279 1	0.002 4	0.002 6
	F 值	2 785.9***	17.02***	779.84***
	$\gamma_{L,i,t-1}$	0.731 (-0.34)	0.000 (-8.24)	0.757 (0.31)
	$\gamma_{FAA,i,t-1}$			0.000 (3.29)
	Controls	Yes	Yes	Yes
Panel B (国有企业)	Constant	0.034 (2.12)	0.000 (37.37)	0.494 (-0.68)
	Obs	2 348	2 348	2 348
	R <sup>2</sup>	0.072 9	0.027 6	0.006 4
	F 值	11.82***	67.92*	7.73***

注：\*、\*\*和\*\*\*分别表示处于10%、5%、1%的显著性水平，括号内数值为t统计量。

表6所示分组回归分析数据表明，金融杠杆在非国有企业研究下，在5%和10%的水平下显著，且基于资产配置的中介效应显著。而对于国有企业样本，金融杠杆的回归结果并没有通过显著性水平检验，在加入中介变量后结果不变。这一结果说明，非国有企业的金融杠杆对企业风险承担的影响更为显著。OLS回归分析结果，有效支持了非国有企业的金融杠杆对企业风险承担的作用机制相较于国有企业更显著的结论。

## 5 稳健性分析

### 5.1 内生性检验

进行内生性问题的探讨时，因其受多种因素的影响，金融去杠杆难以被定义为严格的外生变量。本文借鉴汪莉等<sup>[12]</sup>的方法，以同行业同一年度内公司的资产负债率的均值( $\gamma_{L, mean}$ )作为工具变量，估计企业的金融去杠杆程度，并且使用两阶段最小二乘法(two-stages least square, 2SLS)探讨缓解可能存在的双向因果关系。同时使用Hausman检验、弱工具变量法检验以确保工具变量法的正确性，使得出的结论符合工具变量相关性和外生性的要求。经过内生性检验，所得结论与前文结论并无实质性差异，故这里不再赘述。

### 5.2 稳健性检验

在上文相关性分析及回归分析的基础上，为进一步保证本文研究结果的准确性，借鉴以往的研究方法，用滞后两期的企业风险承担水平进行稳健性分析。对更换被解释变量衡量指标后的数据重新进行实证结果回归分析，所得结果见表7。

表7 更换被解释变量衡量指标后的回归分析结果

Table 7 Regression analysis results with replacement of the measurement indicators of explained variables

变量	(1) $\gamma_{RT,i,t-2}$	(2) $FIN_{i,t-1}$	(3) $\gamma_{RT,i,t-2}$
$\gamma_{L,i,t-1}$	0.000*** (-7.27)	0.001 5*** (-2.42)	0.000*** (-6.16)
$\gamma_{FAA,i,t-1}$			0.004*** (2.92)
$\gamma_{ES,i,t-1}$		0.095*** (1.67)	0.164 (1.39)
$\gamma_{size,i,t-1}$		0.000*** (-28.24)	0.145 (1.46)
$\gamma_{cash,i,t-1}$		0.919 (-0.10)	0.632 (0.48)
$\gamma_{CCP,i,t-1}$		0.000*** (-46.93)	0.007*** (-2.68)
Constant	0.000*** (53.58)	0.000*** (55.31)	-0.000*** (4.78)
Indus	Yes	Yes	Yes
Year	Yes	Yes	Yes
Obs	20 886	20 886	20 886
R <sup>2</sup>	0.002 5	0.150 0	0.003 4
F 值	52.88***	791.05***	11.92***

注：\*、\*\*和\*\*\*分别表示处于10%、5%、1%的显著性水平，括号内数值为t统计量。

分析表7中的数据，可知所得结论与上文基本保持一致，证明在使用滞后两期的数据替代后，对本文的结论影响不大。

通过以上两种方法进行的稳健性回归分析结果来看，金融杠杆对企业风险承担水平的影响没有发生显著变化，表明本文结论稳健可靠。

## 6 结论与对策

自供给侧改革政策提出以来，中国经济脱虚向实，企业为保持良好的流动性而降杠杆、减负债，同时优化资产配置，以降低企业破产的风险。本研究基于2008—2018年全部A股上市公司数据，以资产配置为中介变量，探讨了杠杆对企业风险承担的作用机制，研究发现：

1) 在其他条件不变的情况下，金融去杠杆对企业风险承担具有抑制作用，即企业去杠杆会降低企业风险承担水平。

2) 资产配置在金融杠杆率和企业风险承担之间起调节作用。资产配置的提高，导致杠杆率降低对企业风险承担的抑制作用被强化。

3) 相较于国有企业，这一作用机制在非国有企业中较为显著。

本文的研究结论丰富了资产配置的影响因素，实

证检验了杠杆对企业风险的作用路径,对于企业研究金融杠杆比率、资产配置结构,以及如何降低企业经营风险具有一定的参考借鉴意义。

首先,对理论分析者来说,杠杆比率与企业风险承担显著负相关的结论合理解释了企业风险的影响因素和作用途径;同时,此结论也为资产配置的传导路径提供了直接的经验证据。其次,对企业而言,通过调适杠杆比率达到优化资产配置的过程,可以有效降低企业风险。在宏观层面最大程度发挥企业资金杠杆带来的正面作用。

对于不同产权性质的企业来说,我国国有企业杠杆来源于经济增长需求,去杠杆政策的积极实施可实现过度负债的非国有企业优化资产配置,降低经营风险。所得结论启示我们在去杠杆进程中需要做到以下3个方面:

1) 细分企业类型,明确国有企业在改革中的角色。国有企业作为经济改革的主力军,应尽快完成市场化债转股和混合所有制改革。积极推进融资平台的转型,争取将国有企业杠杆向政府部门转移。

2) 非国有企业在经营过程中要注意使用权益类融资工具,提高资金利用率。为完善和强化公司治理,必要时可推动企业兼并重组,分阶段平稳去杠杆。

3) 对于各金融机构而言,国有企业、非国有企业、东部地区、第三产业等的杠杆率都不尽相同,大型金融机构应该双轮驱动,直接或间接地完善投融资机制,分类支持国有企业改革,推动非国有企业的创新发展。如果金融机构能够对接企业的各类融资需求,切实规范金融产品服务,就能有效盘活现金流,释放市场活力。

#### 参考文献:

- [1] 刘习习, 魏鹏. 杠杆率、金融风险与政策选择[J]. 经济体制改革, 2018(1): 190-194.  
LIU Xixi, WEI Peng. Leverage, Financial Risk and Policy Options[J]. Reform of Economic System, 2018(1): 190-194.
- [2] 肖崎, 廖鸿燕. 金融资产投资、杠杆率与企业风险承担: 基于非金融企业的视角[J]. 证券市场导报, 2020(2): 37-44.  
XIAO Qi, LIAO Hongyan. Financial Asset Investment, Leverage Ratio and Enterprise Risk Bearing: Based on the Perspective of Non-Financial Enterprises[J]. Securities Market Herald, 2020(2): 37-44.
- [3] 周彬, 周彩. 土地财政、企业杠杆率与债务风险[J]. 财贸经济, 2019, 40(3): 19-36.  
ZHOU Bin, ZHOU Cai. Land Finance, Corporate Leverage and Debt Risk[J]. Finance & Trade Economics, 2019, 40(3): 19-36.
- [4] 李博阳, 沈悦, 张嘉望. 金融资产配置、企业经营风险与企业杠杆率[J]. 当代经济科学, 2019, 41(5): 116-128.  
LI Boyang, SHEN Yue, ZHANG Jiawang. Financial Asset Allocation, Enterprise Operating Risk and Enterprise Leverage Rate[J]. Modern Economic Science, 2019, 41(5): 116-128.
- [5] 吴立力. 金融杠杆、杠杆结构与银行业风险承担: 基于跨国面板数据的动态系统 GMM 分析[J]. 西南民族大学学报(人文社科版), 2019, 40(5): 113-121.  
WU Lili. Analysis of Financial Leverage, Leverage Structure and Bank Risk-Taking: A Dynamic Systems GMM Analysis Based on Cross-Country Panel Data[J]. Journal of Southwest Minzu University (Humanities and Social Sciences), 2019, 40(5): 113-121.
- [6] 谢获宝, 黄大禹. 董事会监督如何影响企业杠杆水平? [J/OL]. 河北经贸大学学报, 2021. <https://doi.org/10.14178/j.cnki.issn1007-2101.20210618.001>.  
XIE Huobao, HUANG Dayu. How Does Board Supervision Affect Corporate Leverage?[J/OL]. Journal of Hebei University of Economics and Business, 2021. <https://doi.org/10.14178/j.cnki.issn1007-2101.20210618.001>.
- [7] 沈昊旻, 程小可, 杨鸣京. 去杠杆、稳杠杆与企业资本结构: 基于实施效果与实现路径的检验[J]. 财经论丛, 2021(1): 75-84.  
SHEN Haomin, CHENG Xiaoke, YANG Mingjing. Deleverage, Stabilization of Leverage and Corporate Capital Structure: Based on Implementation Effects and Paths[J]. Collected Essays on Finance and Economics, 2021(1): 75-84.
- [8] 苗妙, 邓肖娟. 诉讼风险、资金持有与企业资产配置[J]. 经济理论与经济管理, 2019(6): 70-86.  
MIAO Miao, DENG Xiaojuan. Litigation Risk, Capital Holding and Corporate Asset Allocation[J]. Economic Theory and Business Management, 2019(6): 70-86.
- [9] 黄为伟, 胡日东. 我国中小企业杠杆率与企业风险承担关系探讨[J]. 会计之友, 2016(11): 67-71.  
WONG Weiwei, HU Ridong. Discussion on the Relationship Between Leverage Ratio and Enterprise Risk-Bearing of Small and Medium Enterprises in China [J]. Friends of Accounting, 2016(11): 67-71.
- [10] 夏子航, 马忠, 陈登彪. 债权分布与企业风险承担: 基于投资效率的中介效应检验[J]. 南开管理评论, 2015, 18(6): 90-100.  
XIA Zihang, MA Zhong, CHEN Dengbiao. Debt Distribution and Corporate Risk Taking: The Test of Mediated Effect Based on Investment Efficiency[J].

- Nankai Business Review, 2015, 18(6): 90-100.
- [11] 汪娟, 周达勇. 非金融企业“去杠杆”与风险承担[J]. 财会通讯, 2020(4): 73-76.  
WANG Juan, ZHOU Dayong. Deleveraging and Risk Taking in Non-Financial Firms[J]. Finance and Accounting Communications, 2020(4): 73-76.
- [12] 汪莉. 隐性存保、“顺周期”杠杆与银行风险承担[J]. 经济研究, 2017, 52(10): 67-81.  
WANG Li. Implicit Deposit Insurance, Pro-Cyclical Leverage and Bank Risk Taking[J]. Economic Research Journal, 2017, 52(10): 67-81.
- [13] 马草原, 朱玉飞. 去杠杆、最优资本结构与实体企业生产率[J]. 财贸经济, 2020, 41(7): 99-113.  
MA Caoyuan, ZHU Yufei. Deleveraging, Optimal Capital Structure and Real-Economy Enterprise Productivity[J]. Finance and Trade Economics, 2020, 41(7): 99-113.
- [14] 袁鲲, 饶素凡. 银行资本、风险承担与杠杆率约束: 基于中国上市银行的实证研究(2003—2012年)[J]. 国际金融研究, 2014(8): 52-60.  
YUAN Kun, RAO Sufan. The Capital, Risk-Taking and Leverage Constraints of Banks: An Empirical Study Based on Chinese Listed Banks (2003—2012)[J]. Studies of International Finance, 2014(8): 52-60.
- [15] 梁安琪, 武晓芬. 企业去杠杆、投资效率和企业绩效[J]. 经济与管理研究, 2021, 35(1): 62-69.  
LIANG Anqi, WU Xiaofen. Enterprise Deleveraging, Investment Efficiency, and Enterprise Performance[J]. Economy and Management, 2021, 35(1): 62-69.
- [16] 刘志远, 王存峰, 彭涛, 等. 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, 20(6): 15-27.  
LIU Zhiyuan, WANG Cunfeng, PENG Tao, et al. Economic Policy Uncertainty and Corporate Risk Taking: Opportunities Seeking or Loss Aversion? [J]. Nankai Business Review, 2017, 20(6): 15-27.
- [17] 綦好东, 刘浩, 朱炜. 过度负债企业“去杠杆”绩效研究[J]. 会计研究, 2018(12): 3-11.  
QI Haodong, LIU Hao, ZHU Wei. Research on Deleveraging Performance of Over-Indebted Enterprises[J]. Accounting Research, 2018(12): 3-11.
- [18] 宋军, 陆旸. 非货币金融资产和经营收益率的U型关系: 来自我国上市非金融公司的金融化证据[J]. 金融研究, 2015(6): 111-127.  
SONG Jun, LU Yang. U-Shape Relationship Between Non-Monetary Financial Assets and Operating Profit: Evidence from financialization of Chinese Listed Non-Financial Corporate[J]. Journal of Financial Research, 2015(6): 111-127.
- [19] 覃飞, 石小霞. 金融去杠杆与企业风险承担: 来自民营企业的证据[J]. 云南财经大学学报, 2020, 36(4): 89-100.  
QIN Fei, SHI Xiaoxia. Financial Deleveraging and Corporate Risk-Taking: Evidence from Private Enterprises[J]. Journal of Yunnan University of Finance and Economics, 2020, 36(4): 89-100.
- [20] 温忠麟, 张雷, 侯杰泰, 等. 中介效应检验程序及其运用[J]. 心理学报, 2004, 36(5): 614-620.  
WEN Zhonglin, ZHANG Lei, HOU Jietai, et al. Testing and Application of Mediating Effects[J]. Acta Psychologica Sinica, 2004, 36(5): 614-620.

(责任编辑: 廖友媛)