



# 去杠杆对企业融资风险的影响

## ——董事网络特征的调节作用

刘洪彬, 万梦婷

(浙江理工大学经济管理学院, 杭州 310018)

**摘要:** 长期而言, 去杠杆有利于防范过高杠杆率引发的经济金融风险, 但短期内, 将导致中国非金融企业面临变强的融资约束, 以及债务到期的偿还压力导致企业出现短期“阵痛”。董事网络有利于企业之间的信息交流和资源共享, 能对短期内融资规模缩减引发的融资风险起到一定“缓冲”作用。选取 2013—2017 年沪深 A 股主板上市公司为样本, 并对比分析国有企业和民营企业样本, 实证检验了去杠杆与企业融资风险的关系, 以及董事网络特征的调节作用。研究表明: 董事网络规模、中心度以及结构洞丰富度的提高, 将会抑制去杠杆引起的企业融资风险, 且这一抑制作用在民营企业中更为显著。

**关键词:** 去杠杆; 融资风险; 董事网络; 国有企业; 民营企业

中图分类号: F275.1

文献标志码: A

文章编号: 1673-3851(2020)02-0001-08

## Impact of deleveraging on financing risk of enterprises: Regulating role of directors' network characteristics

LIU Hongbin, WAN Mengting

(School of Economics and Management, Zhejiang Sci-Tech University, Hangzhou 310018, China)

**Abstract:** In the long term, deleveraging helps to prevent the economic and financial risks caused by excessive leverage. However, in the short run, deleveraging will cause certain financing constraints for non-financial enterprises in China. At the same time, the debt repaying pressure would give rise to short-term "pain" in enterprises to cover the debt. The directors' network would help information communication and resource sharing among enterprises, and can play a certain "buffer" role in financing risks caused by the reduction of financing scale in the short term. This paper chooses the listed companies issuing A-share on Shanghai and Shenzhen Stock Markets as the research samples from 2013 to 2017, and compares the state-owned and private enterprises. The experiment verified the relationship between deleveraging and corporate financing risk, and analyzed the regulating role of directors' network characteristics. The result shows that the increase of scale, centrality and structural hole richness of directors' network will restrain corporate financing risk resulting from deleveraging, and this inhibition effect is more obvious among private enterprises.

**Key words:** deleveraging; financing risk; directors' network; state-owned enterprises; private enterprises

为了应对 2008 年全球性金融危机, 中国政府实施了 4 万亿经济刺激方案<sup>[1]</sup>。随着杠杆率的逐渐提高, 2015 年中央经济工作会议确定了“三去一补一降”五大工作任务, 首次提出了去杠杆政策。对去杠

杆政策的研究主要集中于近几年, 主要观点表明, 微观主体杠杆与财务困境基本一致, 即企业的财务杠杆越高, 财务风险发生的概率也越大<sup>[2]</sup>, 反之, 财务杠杆下降则风险也下降; 而在宏观层面, 去杠杆则可

收稿日期: 2019-03-21 网络出版日期: 2019-09-16

作者简介: 刘洪彬(1974—), 男, 吉林长春人, 副教授, 博士, 主要从事财务管理方面的研究。

能随着外界环境的恶化使企业面临更大的破产风险<sup>[3]</sup>,如2018年,中国债券市场新增违约发行人40家、债券118只,涉及规模约832.85亿<sup>[4]</sup>,债务违约事件频频发生,融资风险激增。随着全面去杠杆政策的逐步推进,宏观政策预期未能达成,而短期阵痛则逐渐显现,非金融企业面临金融融通不足,债务违约频发,引致了新的企业融资风险。

在实际运营中,董事会作为连接公司股东和管理层的桥梁,是公司重要的决策机构,在众多公司治理机制中,董事会的治理作用意义重大<sup>[5]</sup>,是公司治理的核心。随着大数据处理技术的发展和复杂社会网络分析技术的兴起,近年来的研究视角发生了转变,从社会网络角度出发探究社会网络与公司财务关系的交叉研究成为学者们关注的重点<sup>[6]</sup>。董事网络作为企业社会网络的重要组成部分,有助于企业占据信息和资源优势,对上市公司在生产经营以及投融资活动占据领先地位发挥了重要作用,也因此成为董事会治理机制研究的重点。

本文将对去杠杆宏观政策的短期政策效应引致新的企业融资风险展开研究,即探究去杠杆对企业融资风险有何影响,以及董事网络尤其是董事网络规模、董事网络稳定性、董事网络中心度、董事网络结构洞丰富度等董事网络特征在该作用机理中所发挥的作用。

## 一、理论分析与研究假设

### (一)去杠杆与企业融资风险

2015年中央经济工作会议提出去杠杆政策,以期从整体上降低经济发展的金融风险。为此,中央银行通过降低货币供应量的增速<sup>[7]</sup>,以及通过贷款利率、存款准备金等手段,减少对非金融企业的贷款数量<sup>[8]</sup>。吴晓求<sup>[9]</sup>认为,中国宏观杠杆率过高是结构性问题,其中,国有企业、政府杠杆率较高,而民营企业杠杆率并不高,不加区分地全面去杠杆,将会“误伤”民营企业,并引发新的企业融资风险。同时,依据资本边际效率递减原理,企业生产经营过程中为了维持和当前相同水平的增长,往往需要获取更多的增量债务资本<sup>[10]</sup>。然而,随着经济发展下行压力加大等外在环境的变化,去杠杆引发了企业债务资本叠加经营性现金流共同减少的短期负向效应。尤其对于民营企业而言,一旦企业的信贷扩张不可持续,特别是在短期内出清去杠杆,可能导致民营企业原本现金流不足的问题凸显,不仅引发民营企业系列融资风险,而且会加大金融机构不良贷款率,进

一步导致信用债违约风险上升,企业风险溢价飙升。严重时,这将导致企业资金链断裂,从而大量企业面临破产危机。正是基于对全面去杠杆政策负作用的反思,2018年中央财经委员会首次提出要根据去杠杆的需要,分部门、分债务类型的“结构性去杠杆”<sup>[11]</sup>,要将重点放在国有企业和地方政府上,逐步的推进相应部门宏观杠杆率的平稳下降<sup>[12]</sup>。基于此,提出本文假设:

H1:在经济发展下行压力加大等外部环境变化的情形下,全面去杠杆将在短期内引起企业融资风险上升,即与企业融资风险呈负相关关系。

相对于国有企业,当民营企业自身盈利能力较强时,往往会倾向于通过保留较多的留存收益以应对“信贷歧视”<sup>[13]</sup>。去杠杆政策的实施,通过控制企业贷款规模以达到降低非金融企业杠杆率的目的,相对于保留一定自有资金以应对融资风险的民营企业而言,占据银行贷款发放比率较多的国有企业在短期内将会受到更大的冲击。因此,有必要按照企业性质对全部研究样本进行划分,对国有企业和民营企业分别判断其融资风险受去杠杆的影响程度。基于此,提出本文假设:

H2:去杠杆对国有企业融资风险的负向影响大于民营企业。

### (二)董事网络规模的调节作用

根据资源依赖理论,董事发挥作用的一项较为重要资源为董事的社会资本,董事网络作为董事社会资本的体现,具有较好的资源配置效应,能够通过较低的成本为企业带来需要的资源<sup>[14-15]</sup>。董事网络规模越大意味着个体董事能够获取资源的范围越广,也就更容易获得企业所需要的资源,缓解对外界资源的依赖。从信息不对称理论角度出发,由于信息披露的不完善,导致贷款人对企业的实际经营和未来发展预期的估计可能并不准确,从而提高了企业的融资成本,加大了资金融通难度,而董事网络规模的扩大意味着能够在一定程度上缓解金融机构和企业之间、企业与企业之间的信息不对称程度。基于此,提出本文假设:

H3:董事网络规模对去杠杆与企业融资风险的关系有抑制作用。

鉴于国有企业的特殊所有权性质以及在市场上所占据的主导性地位,使得银行对其执行较为宽松的放贷标准,获得较多外部条件上的支持<sup>[16]</sup>,而民营企业的资源将被挤出,造成经济结构的扭曲。在这种情况下,民营企业会转向通过建立较多的董事

联结,包括具有政治背景或具有资源依赖性的连锁董事,从而能够达到降低企业融资成本,增加企业贷款可获得性的目的<sup>[17]</sup>。此外,具有较多董事联结的公司往往会传递出其拥有较多的社会资源这一信号,有利于企业在向银行申请贷款时体现出一定的隐形担保,使得金融机构加强对企业偿债能力的信心<sup>[18]</sup>。基于此,提出本文假设:

H4:民营企业董事网络规模对去杠杆与企业融资风险关系的抑制作用大于国有企业。

### (三)董事网络稳定性的调节作用

根据资源依赖理论和嵌入性理论,“经济人”在做出地决策时,往往依赖于从自己所在的社会网络中获得相关的信息,这些信息更多来源于社会网络成员之间的口头交流,同时,网络中的其他董事行为或选择均会对本公司董事产生一定的影响。董事离职的信息一旦传出,一方面减少了公司的存量社会资本,使得外界对公司的预期会产生一定的影响,促使他们更加关注董事离职背后是否隐藏了公司内部深层信息;另一方面个体网络的流动性也会对整体网络产生影响,并会在一定程度上降低董事会的治理能力,最终导致了企业融资风险的提高。基于此,提出本文假设:

H5:董事网络稳定性对去杠杆与企业融资风险的关系有抑制作用。

相比于民营企业,国有企业董事变动存在一定的政治因素,特别是对于中央政府控股、地方政府控股的国有企业的董事属于某种形式上的“企业型政府官员”<sup>[19]</sup>。这类型董事的流动在其相对较短、且充满不确定性的任期内变动具有一定的行政色彩。而对于民营企业,由于往往面临的较大的融资约束,其资金融通难度更大以及融资成本更高,董事变动往往导致市场对企业的预期发生变动最终进一步加剧企业的融资风险。基于此,提出本文假设:

H6:民营企业董事网络稳定性对去杠杆与企业融资风险关系的抑制作用大于国有企业。

### (四)董事网络中心度的调节作用

董事网络有利于企业之间互相利用资源、协调关系、获取信息,减少由于信息不对称带来的损失。根据嵌入性理论,人们的经济行和社会经济制度嵌入于社会关系中且有一定的自主性。因而,董事网络关系为企业之间提供了一个新的信息获取和传递的途径,董事网络中心度的高低反映了董事关系网络的联结的强弱。从融资的角度看,一方面处于网络中心的企业能够获得更多的获取有关于能给公司

带来更多便捷的融资信息,并有利于董事会决策通过更有利的融资方案;另一方面,企业间的相互关联对合理有效的风险分担有着重要的作用<sup>[20]</sup>,企业保持适度的联系强度有利于实现风险分担。基于此,提出本文假设:

H7:董事网络中心度对去杠杆与企业融资风险的关系有抑制作用。

相对于国有企业坐拥优越的外部条件,有着更强的融资能力、投资机会和更好的技术条件,民营企业却面临着较大的外部融资约束,而董事网络作为一种非正式制度,具有一定的资源配置效应,能够帮助企业获取所需要的信息、资金等资源。从信息不对称的角度考虑,董事网络可以发挥一定的信息中介的作用,降低债权人和金融机构之间的信息不对称的程度<sup>[21]</sup>,因此民营企业往往会更加关注于通过建立董事网络打通与其他公司之间的融通渠道,聘任具有较高网络中心度的董事,注重发挥董事网络在企业融资方面发挥的重要作用。基于此,提出本文假设:

H8:民营企业董事网络中心度对去杠杆与企业融资风险关系的抑制作用大于国有企业。

### (五)董事网络结构洞丰富度的调节作用

基于信息不对称理论,董事和董事之间获取的信息丰富程度是不一致的。而根据结构洞理论,结构洞充当了间接交流的沟通“桥梁”。这样的“桥梁”使得企业具有信息优势和控制优势,从而处于结构洞的董事在企业战略决策中产生更重要的影响力,他们会考虑到个人的声誉机制,使企业避免选择高风险项目<sup>[22]</sup>。因而处于结构洞的董事往往能够综合各方的信息,以做出最有利于企业的战略决策,降低企业融资风险。同时,当公司面临着较大的偿债压力时,公司中处于结构洞关键位置的董事往往可以通过其联结的关系企业获取一定的资金援助,帮助公司度过财务困境,从而减低融资风险<sup>[23]</sup>。基于此,提出本文假设:

H9:董事网络结构洞丰富度对去杠杆与企业融资风险的关系有抑制作用。

结构洞丰富度越高,意味着企业能够通过董事网络获得的有关于融资方面的异质性信息更多,而这种异质性的信息往往能对企业的融资决策发挥重要作用。民营企业由于外部融资上存在一定的劣势,因而普遍会依赖商业信用作为企业最为重要的一种短期融资方式,即通过社会网络进行信息交换,建立起信任机制和违约惩罚的规则<sup>[24]</sup>,因而更加注

重吸引掌握关键异质性信息的董事的加入,从而使得其在民营企业中能发挥更为重要的作用。基于此,提出本文假设:

H10:民营企业董事网络结构洞丰富度对去杠杆与企业融资风险关系的抑制作用大于国有企业。

## 二、研究设计

### (一)数据来源

借鉴乔小乐等<sup>[25]</sup>、刘伟江等<sup>[26]</sup>研究去杠杆过程中的变量时间节点选取方式,本文主要选取2013—2017年沪深A股主板上市公司作为初始研究样本,并依据以下步骤对初始样本做出调整:剔除金融类企业样本;剔除研究年份中ST和\*ST的企业样本;剔除上市年份不符的企业样本,包括剔除研究年份中借壳上市的企业样本;剔除部分数据缺失的企业样本。最终得到2925个样本的平衡面板数据,其中国有企业1025个,民营企业1900个。

### (二)变量选择

被解释变量为企业融资风险(*Risk*),本文选择

根据中国的具体情况改进后的 $Z_{China}$ 模型<sup>[27]</sup>进行融资风险的计量。

解释变量为非金融企业杠杆率(*Lev*),考虑到数据的可得性和本文研究的实际需要,主要借鉴李杨等<sup>[28-29]</sup>的方式进行衡量,且这一衡量方式为大多数学者所接受<sup>[30-31]</sup>。

调节变量包括董事网络规模(*Scale*)、稳定性(*Dr*)、中心度(*Cen*)以及结构洞丰富度(*Ci*)。其中董事网络规模借鉴陈旭等<sup>[32]</sup>提出的将连锁董事联结的公司数作为计算连锁董事规模的依据;稳定性参考Garner等<sup>[33]</sup>曾提出以动态衡量方式计算董事会稳定性的思路,同时根据王柳<sup>[34]</sup>有关独立董事网络稳定性测量方式测量;中心度依据谢德仁等<sup>[35]</sup>的衡量方式计算;结构洞丰富度借鉴了Burt<sup>[36]</sup>的衡量方式。

控制变量借鉴陆正飞等<sup>[37]</sup>和张靖等<sup>[38]</sup>的设计方式,选取资产结构(*Structure*)、股权集中度(*Share*)、净资产收益率(*Roe*)、货币政策的松紧度(*Mp*)和行业( $\sum Industry$ )作为控制变量。

具体变量的定义如表1所示。

表1 变量定义表

变量类型	变量名称	变量符号	变量说明
被解释变量	融资风险	$Risk_{i,t}$	$Z_{china}$ 值的相反数
解释变量	非金融企业杠杆率	$Lev_t$	第 $t$ 年末非金融企业负债/GDP
	网络规模	$Scale_{i,t}$	公司 $i$ 与其他公司由于存在董事联结形成的网络规模
调节变量	网络稳定性	$Dr_{i,t}$	取“离职率”的相反数,其中离职率为公司 $i$ 当年离职的董事人数与当年在职的董事人数之比
	中心度	$Cen_{i,t}$	个体与网络中其他个体之间的接近程度,取公司 $i$ 中各个董事接近中心度的最大值作为该公司的中心度
	结构洞丰富度	$Ci_{i,t}$	结构洞的丰富程度,取公司 $i$ 中各个董事结构洞丰富度的最大值作为该公司的中心度
分组变量	产权性质	$Soe_{i,t}$	国有企业取值1,否则为0
	资产结构	$Structure_{i,t}$	第 $t$ 年末公司 $i$ 固定资产/年末总资产
控制变量	股权集中度	$Share_{i,t}$	第 $t$ 年末公司 $i$ 前十大股东总股本/总股本
	净资产收益率	$Roe_{i,t}$	第 $t$ 年末公司 $i$ 净利率/净资产
	货币政策的松紧度	$Mp_t$	第 $t$ 年末M2增长率—GDP增长率—CPI增长率
	年份	$\sum Year$	2013—2017年,共设置4个虚拟变量
	行业	$\sum Industry$	共设置15个虚拟变量 <sup>①</sup>

### (三)模型构建

参考王昌荣等<sup>[39]</sup>的实证模型构建方法,构建如下模型:

$$Risk_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 Lev_{i,t} + \sum \gamma_i Controls_{i,t} + Fixed\ Effect + \epsilon \quad (1)$$

$$Risk_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 Lev_{i,t} + \beta_2 Lev\_Scale_{i,t} + \beta_3 Scale_{i,t} + \sum \gamma_i Controls_{i,t} + Fixed\ Effect + \epsilon \quad (2)$$

$$Risk_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 Lev_{i,t} + \beta_2 Lev\_Dir_{i,t} + \beta_3 Dir_{i,t} + \sum \gamma_i Controls_{i,t} + Fixed\ Effect + \epsilon \quad (3)$$

$$Risk_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 Lev_{i,t} + \beta_2 Lev\_Cen_{i,t} + \beta_3 Cen_{i,t} + \sum \gamma_i Controls_{i,t} + Fixed\ Effect + \epsilon \quad (4)$$

① 依据《上市公司行业分类指引》(2012年修订)的行业标准划分,来源: [http://www.csrc.gov.cn/pub/newsite/flb/flfg/bmgf/zh/gfxwj/tj/201310/t20131016\\_236281.html](http://www.csrc.gov.cn/pub/newsite/flb/flfg/bmgf/zh/gfxwj/tj/201310/t20131016_236281.html)。

$$Risk_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 Lev_{i,t} + \beta_2 Lev\_Ci_{i,t} + \beta_3$$

$$Ci_{i,t} + \sum \gamma_i Controls_{i,t} + Fixed\ Effect + \epsilon \quad (5)$$

其中,模型(1)考察了去杠杆对企业融资风险的影响。模型(2)、(3)、(4)和(5)分别考察了董事网络规模、稳定性以及中心度和结构洞丰富度对去杠杆影响下企业融资风险的调节作用。上述模型中, $Lev\_Scale$  为非金融企业杠杆率和董事网络规模的交乘项; $Lev\_Dr$  代表非金融企业杠杆率和董事网络稳定性的交乘项; $Lev\_Cen$  代表非金融企业杠杆率和董事网络中心度的交乘项; $Lev\_Ci$  代表非金融企业杠杆率和董事网络结构洞丰富度的交乘项;

$Fixed\ Effect$  表示固定效应,包括时间固定效应( $\sum Year$ )和行业固定效应( $\sum Industry$ ),以上各变量指标的具体衡量方式参见上表 1; $\beta$  值表示回归方程中各变量前的回归系数; $\epsilon$  表示随机干扰项。

### 三、实证结果及分析

#### (一)描述性统计

表 2 反映了各变量描述性统计的结果,其中融资风险的中位数为 -0.8,均值为 -0.8632,表明中国沪深 A 股上市公司整体上存在一定的融资风险。

表 2 各变量的描述性统计

变量类型	变量	最大值	最小值	平均数	中位数	标准差
被解释变量	$Risk$	5.6252	-5.6461	-0.8632	-0.8000	0.7246
解释变量	$Lev$	158.2000	123.1000	139.3800	1.0000	15.0640
	$Scale$	7.0000	0.0000	0.9593	1.0000	1.1050
调节变量	$Dr$	0.0000	-1.0000	-0.1045	0.0000	0.1770
	$Cen$	0.0145	0.0006	0.0038	0.0033	0.0025
	$Ci$	0.7930	-0.1250	0.5561	0.5605	0.0933
	$Structure$	0.8706	0.0000	0.2126	0.1710	0.1754
控制变量	$Share$	2.1188	0.0131	0.5267	0.5243	0.1648
	$Roe$	63.2591	-556.6110	6.3577	6.2045	16.8671
	$Mp$	4.9592	-0.2577	2.6778	2.9116	1.6814

非金融企业杠杆率为宏观变量,近五年非金融企业杠杆率的最大值为 158.2,最小值为 123.1,两者之间的差异为 35.1,标准差为 15.0640,波动性明显。在调节变量中,董事网络规模的最大值和最小值的差额为 7,均值为 0.9593,标准差为 1.1050,说明样本企业网络规模的存在一定差异,公司中有些董事存在兼任情况且差异明显。网络稳定性的最大值为 1,表明该公司内没有董事离职,最小值为 0,表明该公司所有董事均离职。董事网络中心度极差为 0.0139,中位数在均值之下,表明有 50%的企业没有达到一般中心度标准,标准差为 0.0025,表明董事网络中心度的差异可能会企业融资风险产生一定的影响。结构洞丰富度,表明该董事能发挥多大程度的“桥梁”作用,所有样本结构洞丰富度的极差为 0.918,标准差为 0.0933,存在差异性。

#### (二)回归结果分析

##### 1. 去杠杆与企业融资风险

表 3 是实证回归结果。从表 3 中的模型(1)的回归结果可以看出,非金融企业杠杆率的回归系数为 -0.003,且在 1%的水平下显著相关。其中 F 值的检验结果表明在 1%的水平下具有显著性,即表明固定效应模型明显优于混合回归,H1 得到验证;

在分样本下,国有企业样本中,非金融企业杠杆率的回归系数为 -0.0055,且在 1%的水平下显著相关,对比全部样本相关系数的绝对值得到提高,说明在控制其他因素条件下,去杠杆对国有企业样本的影响更为显著,证明了 H2 成立。

##### 2. 董事网络特征的调节作用

###### 2.1 董事网络规模的调节作用

根据表 3 模型(2)的回归结果,董事网络规模和非金融企业杠杆率的交乘项在 5%的显著性水平下为正,与  $Lev$  前系数相反,说明随着董事网络规模的扩大,非金融企业杠杆率的下降导致对企业融资风险增加的影响将被削减,董事网络规模发挥了一种负向调节作用,实证结果证实了 H3。在分样本下,国有企业样本在 10%的显著性水平下未通过显著性检验,但是对于民营企业,董事网络规模对去杠杆与企业融资风险的关系有显著的抑制作用,同时从交乘项系数考虑,国有企业董事网络和企业融资风险的交乘项的相关系数为 -0.0001 远小于民营企业 0.0017 的交乘项系数,说明在控制其他因素情况下,民营企业融资风险受到董事网络的作用效果更为明显。H4 通过显著性检验。

表3 回归分析结果

变量	模型 1			模型 2			模型 3		
	全部	国企	民企	全部	国企	民企	全部	国企	民企
<i>Lev</i>	-0.0030***	-0.0055***	-0.0020*	-0.0040***	-0.0053***	-0.0036**	-0.0032***	-0.0053***	-0.0025*
<i>Scale</i>				-0.1472**	0.0184	-0.2865**			
<i>Lev_Scale</i>				0.0009**	-0.0001	0.0017**			
<i>Dr</i>							0.2615	-0.2684	0.5355
<i>Lev_DR</i>							0.0033	0.0018	-0.0055
<i>Cen</i>									
<i>Lev_Cen</i>									
<i>Ci</i>									
<i>Lev_CI</i>									
<i>Structure</i>	0.4510**	0.6474***	0.1831	0.4582**	0.6469***	0.2064	0.4487**	0.6487***	0.1835
<i>Share</i>	-0.2028***	-0.1842**	-0.1661***	-0.2111***	-0.1838**	-0.1794***	-0.1976***	-0.1841**	-0.1594***
<i>Roe</i>	-0.0221***	-0.0435***	-0.0192***	-0.0220***	-0.0435***	-0.0191***	-0.0220***	-0.0435***	-0.0191***
<i>Mp</i>	-0.0062	-0.0269***	-0.0012	-0.0069*	-0.0269***	-0.0025	-0.0056	-0.0269***	-0.0009
<i>Constant</i>	-0.3945	-1.8119***	0.3610	-0.2829	-1.8325**	0.5738	-0.3969	-1.8453***	0.3511
<i>F</i> 值	7.99**	10.23***	7.37***	7.79**	10.20***	7.20**	7.99**	7.95***	7.95***
<i>Adj-R<sup>2</sup></i>	0.3132	0.5449	0.2925	0.3150	0.5449	0.2979	0.3132	0.3154	0.3155

  

变量	模型 4			模型 5		
	全部	国企	民企	全部	国企	民企
<i>Lev</i>	-0.0051***	-0.0063***	-0.0047**	-0.0117***	-0.0096**	-0.0118**
<i>Scale</i>						
<i>Lev_Scale</i>						
<i>Dr</i>						
<i>Lev_DR</i>						
<i>Cen</i>	-86.9240**	-28.6603	-130.4217**			
<i>Lev_Cen</i>	0.5489**	0.2042	0.7807**			
<i>Ci</i>				-2.3885***	-1.2684	-2.7989**
<i>Lev_CI</i>				0.0153**	0.0068	0.0176**
<i>Share</i>	0.4574	0.6481***	0.2049	0.4660**	0.6577***	0.2080
<i>Roe</i>	-0.2098***	-0.1857**	-0.1766***	-0.2055***	-0.1880***	-0.1644***
<i>Roe</i>	-0.0220***	-0.0435***	-0.0191***	-0.0221***	-0.0435***	-0.0192***
<i>Mp</i>	-0.0067	-0.0269***	-0.0020	-0.0068*	-0.0276***	-0.0017
<i>Constant</i>	-0.1087	-1.6957**	0.7673	0.8491	-1.1719	1.7816
<i>F</i> 值	7.99***	10.20***	7.35***	7.98***	10.16***	7.36***
<i>Adj-R<sup>2</sup></i>	0.3151	0.5450	0.2979	0.3151	0.5468	0.2953

注:()内为 *t* 值,\*、\*\*、\*\*\*分别表示在 10%、5%和 1%水平下显著。

## 2.2 董事网络稳定性的调节作用

根据模型(3)的回归结果,无论对于全部样本还是针对国有和民营企业样本之间的对比,在 10%的显著性水平上均未通过显著性检验,H5 和 H6 均未通过显著性检验,这可能在于中国上市公司离职比例不大,上表的描述性统计中董事网络稳定性的中位数均为 0,这表明一半以上的企业并没有发生董事离职的现象。此外,网络稳定性的平均值均为 10%左右,说明也许存在的极端值影响了整体网络的稳定性,同时近 10%的离职率也包括正常调动和离职的情形,进而导致了董事网络稳定性对去杠杆

和融资风险之间关系的调节效果不明显。

## 2.3 董事网络中心度的调节作用

根据模型(4)的回归结果,在总样本中,董事网络中心度对主效应存在的抑制作用显著;在国有和民营企业样本的对比中发现,在民营企业中董事网络中心度的抑制作用更为明显,本文 H7 和 H8 得到验证。这充分表明了民营企业更加关注于通过建立董事网络打通与其他公司之间的融通渠道,注重发挥董事网络在企业融资方面发挥的重要作用。

## 2.4 董事网络结构洞丰富度的调节作用

根据模型(5)的回归结果,总样本中,董事网络

结构洞丰富度对去杠杆与企业融资风险关系的存在显著负向调节作用,在分样本情况下,在民营企业中董事网络结构洞丰富度的抑制作用更为明显,本文的 H9 和 H10 得到验证。这也表明,相对于国有企业,民营企业由于自身融资资源上存在劣势,往往更倾向于依靠掌握关键性异质信息董事,以弥补信息和资源上的不足,从而使得其在民营企业中能发挥更为重要的作用。

### (三) 稳健性检验

考虑到结果的稳健性,削弱变量不同衡量方式对结果的影响,对比前文对去杠杆选取了非金融企业宏观杠杆率作为自变量,选取董事网络特征值的最大值作为本企业的董事网络特征指标,在稳定性检验部分主要从企业微观层面选取企业贷款变动率作为自变量,董事网络特征值选取中位数作为董事网络特征的衡量指标进行稳健性检验,为了保证数据的可比性,本文仍选用沪深 A 股主板上市公司 2013—2017 年数据,在保持其他变量衡量方式不变的情况下,按照前文的步骤重新进行实证研究。检验结果支持本文得出的结论,说明上述实证结果具有稳定性,变量衡量方式改变并不影响结果。

## 四、结论与建议

本文对董事网络特征对去杠杆与企业融资风险关系的影响作用进行了研究。以沪深两市 2013—2017 年 A 股主板上市公司为研究对象,通过 Stata14.0 进行多元回归分析,得出以下结论:去杠杆加剧了企业的融资风险,这是由于该政策的推行减少金融机构对非金融企业的贷款数量和提高贷款利率,这也就在一定程度加剧企业的资金不足,短期内会引发一定的融资风险;而董事网络规模、中心度以及结构洞丰富度的提高对去杠杆与企业融资风险关系存在抑制作用。

基于以上研究结论,本文提出以下建议:

第一,从宏观政策角度出发,去杠杆有效地发挥作用需要依靠稳定的货币政策和灵活的信贷政策,特别要注意去杠杆的节奏,循序渐进地开展。而针对国有和民营企业需要采取不同的政策指导,对于投资效益低下、产能严重过剩的部分国有企业允许采取重组、淘汰或破产等机制以优化资源配置。对于存在实际融资困难但前景看好的民营企业则需开拓融资渠道,以保证企业资金链条的有序联结。

第二,从公司治理角度出发,公司应聘请具有多网络联结以及占据重要网络位置具有异质性的董

事。由于网络中规模及位置决定了行动者获取资源的能力,聘请网络联结多的董事能给公司带来更多信息和资源,因此为了降低公司融资风险,缓解股东与管理者之间信息不对称产生,应更多地聘请网络联结多且能长久在公司任职的董事,充分发挥董事在企业融资活动中的有利影响,有效地降低企业的融资风险。

第三,从企业债务结构和资金使用效率的角度出发,去杠杆的重点不仅仅在于“去”,也在于“调”,金融机构需要将资金贷给真正需要的企业,为实体经济的发展做出贡献,企业则需要不断提升资金的使用效率,同时提高直接融资的比例,促进企业融资结构的合理化,降低融资风险,从而维护社会的健康和可持续发展。

### 参考文献:

- [1] 任泽平,冯贇.供给侧改革去杠杆的现状、应对、风险与投资机会[J].发展研究,2016(3):8-13.
- [2] 赵丽萍,赵丽萍,张紫璇.去杠杆政策下公司债券违约风险研究:来自上交所的经验数据[J].会计之友,2018(3):120-124.
- [3] 苏冬蔚,曾海舰.宏观经济因素、企业家信心与公司融资选择[J].金融研究,2011(4):129-142.
- [4] 吕江涛.联合资信:2018 年新增债券违约事件有所增加但不会诱发系统性债务危机[EB/OL].(2019-01-08)[2019-04-08].<http://www.zqrb.cn/finance/hongguanjingji/2019-01-08/A1546936188892.html>.
- [5] 王鹏飞,周建.董事会战略介入模式研究:基于董事会能力的分析[J].外国经济与管理,2011,33(12):33-41.
- [6] 陈运森,郑登津.董事网络关系、信息桥与投资趋同[J].南开管理评论,2017,20(3):159-171.
- [7] 马骏,施康,王红林等.利率传导机制的动态研究[J].金融研究,2016(1):31-49.
- [8] 刘晓光,张杰平.中国杠杆率悖论:兼论货币政策“稳增长”和“降杠杆”真的两难吗[J].财贸经济,2016(8):5-19.
- [9] 吴晓求.真正的杠杆不在民营企业而在地方政府[EB/OL].(2019-03-26)[2019-04-08].<http://www.bjnews.com.cn/finance/2019/03/26/560407.html>.
- [10] 吴军,杨戈,陈丽萍.我国债务杠杆率问题研究:一个文献综述[J].广东社会科学,2018(1):18-26.
- [11] 新华社.习近平主持召开中央财经委员会第一次会议[EB/OL].(2018-04-02)[2019-04-08].[http://www.gov.cn/xinwen/2018-04/02/content\\_5279304.htm](http://www.gov.cn/xinwen/2018-04/02/content_5279304.htm).
- [12] 张晓晶,常欣,刘磊.结构性去杠杆:进程、逻辑与前景:中国去杠杆 2017 年度报告[J].经济学动态,2018(5):16-29.
- [13] 邓路,刘瑞琪,廖明情.宏观环境、所有制与公司超额银

- 行借款[J].管理世界,2016(9):149-160.
- [14] Dahl M, Pedersen C. Social networks in the R&D process: The case of the wireless communication industry around Aalborg, Denmark [J]. Journal of Engineering and Technology Management, 2005, 22 (1): 79-92.
- [15] Dalziel T, Gentry R J, Bowerman M. An intergrated agency - resource dependence view of influence of directors "human and relation capital on firms" R&D spending[J]. Journal of Management Study, 2011, 48 (6): 1217-1242.
- [16] 唐跃军,左晶晶.所有权性质、大股东治理与公司创新[J].金融研究,2014(6):177-192.
- [17] 李璐,孙俊奇.独立董事背景特征对企业信贷融资的影响研究:基于我国上市民营企业的经验证据[J].投资研究,2013,32(8):138-152.
- [18] 游家兴,刘淳.嵌入性视角下的企业家社会资本与权益资本成本:来自我国民营上市公司的经验证据[J].中国工业经济,2011(6):109-119.
- [19] 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,2010,45(5):55-67.
- [20] 杜亚灵,尹航.工程项目中社会资本对合理风险分担的影响研究[J].管理工程学报,2015,29(1):135-142.
- [21] Chow W S, Chan L S. Social network, social trust and shared goals in organizational knowledge sharing[J]. Information & Management, 2008, 45(7):458-465.
- [22] 吴超,施建军.结构洞特征、独立董事治理与企业风险承担[J].商业经济与管理,2018(5):40-49.
- [23] 王营,曹廷求.董事网络增进企业债务融资的作用机理研究[J].金融研究,2014(7):189-206.
- [24] Granovetter M. Economic action and social structure: The problem of embedeness[J]. American Journal of Sociology, 1985, 91(3): 481-510.
- [25] 乔小乐,宋林,安磊.去杠杆有助于提高企业资金使用效率:来自中国制造业上市企业的经验证据[J].山西财经大学学报,2018,40(3):39-51.
- [26] 刘伟江,王虎邦.企业杠杆率、资产价格波动与经济增长关系研究:基于 MS-VAR 模型的实证分析[J].价格理论与实践,2017(7):105-108.
- [27] Zhang L, Altman E I, Yen J. Corporate financial distress diagnosis model and application in credit rating for listing firms in China [J]. Frontiers of Computer Science, 2010, 4(2): 220-236.
- [28] 李扬,张晓晶,常欣,等.中国主权资产负债表及其风险评估:上[J].经济研究,2012,47(6):4-19.
- [29] 李扬,张晓晶,常欣,等.中国主权资产负债表及其风险评估:下[J].经济研究,2012,47(7):4-21.
- [30] 陈达飞,邵宇,杨小海.再平衡:去杠杆与稳增长:基于存量—流量一致模型的分析[J].财经研究,2018,44 (10):4-23.
- [31] 王桂虎,郭金龙.中国非金融企业杠杆率的异质性估算、未来情景模拟及实证研究[J].经济经纬,2018,35 (6):158-164.
- [32] 陈旭,金英子.连锁董事网络、社会资本与公司绩效:基于上海地区上市公司截面数据的实证研究[J].湘潭大学学报(哲学社会科学版),2015,39(3):79-84.
- [33] Garner J L, Kale J R. An empirical analysis of the changes in the composition of IPO syndicates [Z]. Georgia State University Working Paper,2001.
- [34] 王柳.独立董事网络对企业投资效率的影响研究:基于我国民营上市公司的实证分析[D].杭州:浙江理工大学,2018.
- [35] 谢德仁,陈运森.董事网络、独立董事治理与高管激励[J].金融研究,2012(2):168-182.
- [36] Burt R S. Structural hole: The social structure of competition [D]. Cambridge, MA: Harvard University Press, 1992: 221-258.
- [37] 陆正飞,胡诗阳.股东—经理代理冲突与非执行董事的治理作用:来自中国 A 股市场的经验证据[J].管理世界,2015(1):129-138.
- [38] 张靖,肖翔,李晓月.环境不确定性、企业社会责任与债务违约风险:基于中国 A 股上市公司的经验研究[J].经济经纬,2018,35(5):136-142.
- [39] 王昌荣,马红,王元月,等.基于宏观经济政策视角的我国企业负债融资研究[J].中国管理科学,2016,24 (5):158-167.

(责任编辑:钱一鹤)