

分类号 F23/721
U D C _____

密级 公开
编号 10741



硕士学位论文

论文题目 管理层风险偏好、会计稳健性与
债务融资成本

研究生姓名: 关俊棒

指导教师姓名、职称: 李希富 教授

学科、专业名称: 工商管理 会计学

研究方向: 财务会计理论与方法

提交日期: 2022 年 6 月 6 日

独创性声明

本人声明所呈交的论文是我个人在导师指导下进行的研究工作及取得的研究成果。尽我所知，除了文中特别加以标注和致谢的地方外，论文中不包含其他人已经发表或撰写过的研究成果。与我一同工作的同志对本研究所做的任何贡献均已在论文中作了明确的说明并表示了谢意。

学位论文作者签名： 朱俊樟 签字日期： 2022.6.6

导师签名： 李希高 签字日期： 2022.6.6

关于论文使用授权的说明

本人完全了解学校关于保留、使用学位论文的各项规定，同意（选择“同意”/“不同意”）以下事项：

- 1.学校有权保留本论文的复印件和磁盘，允许论文被查阅和借阅，可以采用影印、缩印或扫描等复制手段保存、汇编学位论文；
- 2.学校有权将本人的学位论文提交至清华大学“中国学术期刊（光盘版）电子杂志社”用于出版和编入 CNKI《中国知识资源总库》或其他同类数据库，传播本学位论文的全部或部分內容。

学位论文作者签名： 朱俊樟 签字日期： 2022.6.6

导师签名： 李希高 签字日期： 2022.6.6

Management risk appetite, accounting conservatism and debt financing costs

Candidate : Guan Junbang

Supervisor: Li Xifu

摘 要

企业债务融资成本一直以来广受学界关注。传统经济理论所提出的企业这一会计主体是完全“理性”的，企业管理者个人特征也就不可能主观影响企业决策行为。但是伴随着现代经济理论的兴起，更多学者经研究提出了完全“理性”过于理想化，由于企业管理者总会受到情感方面的影响，就会不可避免地做出非理性行为。考虑到管理者作为公司决策行为的制定者，在债务融资行为方面具备首要职责和地位，所以现代经济理论开始意识到企业管理层完全理性存在失之公允，于是从管理者主观非理性行为开始深入研究现代企业投融资决策是十分必要的。有学者主张管理者对风险的对待态度会对企业决策产生影响，经检验并发现了管理者风险偏好、过度自信、过度乐观等个人特质都与企业决策行为息息相关。鉴于写作时间的局限，本文仅研究了管理层风险偏好这一方面对债务融资成本的影响。于是，本文经过总结该领域的研究成果，同样认为债务融资成本会受到管理层风险偏好的作用。经过对相关研究文章的阅读，发现深入探讨该方面的研究可以丰富现有研究内容，因此，深入研究管理层风险偏好对债务融资成本的影响是可行的。

本文先是将现有研究成果进行整理，从前景理论、债务契约理论、优序融资理论、信号传递理论、信息不对称理论这五个方面阐释了文章研究内容所依据的理论基础，然后将这些理论充分应用到理论分析及机理的演绎推理，并以此推出了本研究所提倡的理论假说。接着对相关变量定义及线性回归模型进行具体阐述，以更好的开展实证分析。论文借助实证方法研究了管理层风险偏好对企业债务融资成本的影响，并进一步剖析了二者之间关系的中间传导路径。实证研究结果表明：管理层风险偏好使得企业债务融资中发生的费用明显提高，而会计稳健性正是影响二者相关关系的中介传导变量。鉴于管理层风险偏好对债务融资成本的负面影响，本文进一步分析了货币政策、产权性质均可以作为管理层风险偏好影响债务融资成本的管控因素，旨在强化上市公司在进行债务融资决策过程中充分考虑外部宏观货币政策以及自身属性的认知，结合内外部相关影响因素做出针对性、合理性决策行为，以减少管理层风险偏好带来融资方面的经济后果。经进一步分析研究得出：货币政策能够有效缓解管理层风险偏好对债务融资成本的促进作用；就国有企业而言，管理层风险偏好对债务融资成本的影响更弱。之后，对实证分析结果进行稳健性检验，提高数据结果的可靠性。最后，提出了本文的研究结论及政策性建议。

关键词：管理层风险偏好；会计稳健性；债务融资成本；货币政策；产权性质

Abstract

Enterprise debt financing cost has been widely concerned by academic circles. The accounting subject of enterprise proposed by traditional economic theory is completely "rational", and the personal characteristics of enterprise managers cannot affect the decision-making behavior of enterprises subjectively. However, with the rise of modern economic theory, more scholars have proposed that complete "rationality" is too idealized, because enterprise managers are always affected by emotion, they will inevitably make irrational behaviors. Considering the managers as the makers of decision-making behavior, in the aspect of debt financing behavior has the primary responsibility and position, so the modern economic theory began to realize enterprise management perfectly rational existence lost fair, started from managers subjective irrationality to in-depth study of modern enterprise investment and financing decision is very necessary. Some scholars argue that managers' attitude towards risk will have an impact on corporate decision-making. After examination, they have found that managers' personal traits such as risk preference, overconfidence and over-optimism are closely related to corporate decision-making behaviors. Due to the limitation of writing time, this paper only studies the impact of management risk preference on debt financing cost. Therefore, after summarizing the research results in this field, this paper also believes that debt financing cost will be affected by the risk preference of management. After reading relevant research articles, it is found that in-depth research on this aspect can enrich the existing research content.

Therefore, it is feasible to further study the impact of management risk preference on debt financing cost.

In present document, the existing research results are sorted out. From the prospect theory, debt contract theory, the optimal sequence financing theory, signaling theory, information asymmetry theory this five aspects to explain the theoretical foundation for the research, and then put forward theories to theoretical analysis and the deductive reasoning mechanism, and puts forward the hypothesis of this article. Then it introduces the definition of relevant variables and the definition of linear regression model in order to better carry out empirical analysis. With the help of subjective method, present document study that the influence of management risk preference on corporate debt financing cost, and further analyzes the intermediate transmission path of the relationship between the two. The empirical results show that management risk preference significantly increases debt financing interest and accounting prudence is the intermediary transmission variable that affects the correlation between the two. Given the management risk preference of the negative impact of debt financing cost, the paper further analyzes the monetary policy, property rights property all risk appetite can be used as a management factors affecting the debt financing cost control, to strengthen in the process of debt financing decision of listed company fully considering the external macro monetary policy and own properties of cognition, Combining internal and external factors to make targeted and rational decision-making behaviors, so as to reduce the financial consequences of management risk preference. On further analysis , the results show that monetary policy can effectively alleviate the

promotion effect of management risk preference on debt financing cost; For state-owned enterprises, the impact of management risk appetite on debt financing costs is weaker. After that, the stationarity test of the empirical analysis results was carried out to improve the reliability of the data results. In the end, the research conclusions and policy recommendations and prospects.

Key word: Management risk preference; Accounting conservatism; Debt financing cost; Monetary policy; Property rights

目 录

1 绪论	1
1.1 研究背景.....	1
1.2 研究目的和意义.....	1
1.3 研究内容与研究框架.....	2
1.4 研究方法.....	5
1.5 可能的创新点.....	5
2 文献综述	6
2.1 管理层风险偏好的相关研究.....	6
2.1.1 风险偏好的概念.....	6
2.1.2 风险偏好的影响要素.....	6
2.1.3 风险偏好的经济后果.....	9
2.2 债务融资成本影响因素的相关研究.....	10
2.2.1 债务融资成本的外部影响因素.....	10
2.2.2 债务融资成本的内部影响因素.....	11
2.3 管理层风险偏好影响债务融资的相关研究.....	11
2.4 会计稳健性的相关研究.....	12
2.4.1 会计稳健性成因相关研究.....	12
2.4.2 会计稳健性影响因素.....	13
2.4.3 会计稳健性与债务融资方面的相关研究.....	13
2.5 文献述评.....	15
3 理论分析与研究假设	16
3.1 理论基础.....	16
3.1.1 前景理论.....	16
3.1.2 债务契约理论.....	16
3.1.3 优序融资理论.....	17
3.1.4 信号传递理论.....	17
3.1.5 信息不对称理论.....	17
3.2 研究假设.....	18
3.2.1 管理层风险偏好与债务融资成本.....	18
3.2.2 管理层风险偏好与会计稳健性.....	19

3.2.3 会计稳健性的中介效应.....	20
4 研究设计.....	22
4.1 样本选取与数据来源.....	22
4.2 变量定义.....	22
4.3 模型构建.....	24
5 实证结果及其分析.....	25
5.1 描述性统计分析.....	25
5.2 相关性分析.....	26
5.3 回归结果分析.....	26
5.4 进一步研究.....	28
5.4.1 不同货币政策条件下管理层风险偏好与债务融资成本.....	28
5.4.2 不同产权性质条件下管理层风险偏好与债务融资成本.....	31
5.5 稳健性检验.....	33
5.5.1 替换变量检验.....	33
5.5.2 内生性检验.....	34
6 研究结论与展望.....	36
6.1 研究结论.....	36
6.2 政策建议.....	36
6.3 研究不足及未来展望.....	37
6.3.1 研究不足.....	37
6.3.2 未来展望.....	37
参考文献.....	39
后记.....	44

1 绪 论

1.1 研究背景

随着现代经济学理论的不断发展和创新,更多的学者开始注重管理者个人特质这一研究视角,并将其作为研究出发点。传统理论认为管理者个人成分并不能影响企业决策行为,伴随着现代经济理论的兴起,主张管理者个人特质在企业进行决策时起着重要作用。比如,Graham, Harvey 和 Puri (2013)对管理员作出测试并发现了管理者对待风险的态度、过度自信、过度乐观等个人特质都与企业决策行为息息相关。在我国特殊政策环境下,大部分上市企业存在着所有者缺员现象,使得管理层具有较大操控权力,这也为管理层敢于冒险提供了温床。可以试想企业管理层倾向风险追逐时,就会很容易影响到企业的债务融资决策。Knopf, Nam 和 Thornton (2002)觉得引起企业与利益相关者代理成本的重要因素就是管理层偏好风险,我们不难发现企业融资决策基本上是由管理层做出,故企业决策必然会受到管理层自身特征的影响,因此管理层风险偏好难免会对债务融资成本产生影响。此外,随着我国会计制度日益完善,企业更加重视了加强会计稳健性。在这样的制度环境下,会计稳健性有效缓解了企业间信息不对称问题,为债务人减少债务契约成本起到了至关重要的作用。为了深化对管理层风险偏好的相关研究,本研究拓展了管理层风险偏好可能的经济后果。通俗来讲,管理层风险偏好加大了企业承担的经营风险,必然会产生债务融资方面的影响,那么管理层风险偏好会怎样影响债务融资成本呢?又会借助何种渠道影响债务融资成本呢?

目前有少数学者对该研究领域进行了讨论,但鲜有人对这一研究过程中的传导机制进行深入探讨。近年来随着我国会计制度日益完善,会计稳健性在企业投融资过程中均起到不可忽视的作用。因此本文认为管理层偏好风险情况下,在进行决策过程中过度关注收益而忽视风险,必然会对谨慎性信息特征产生影响,而会计谨慎性特征作为会计信息质量中的一个代表性特征,必然会影响融资供给方的融资决策。综合考虑,我们有必要在已有研究的基础上,丰富管理层风险偏好经济后果方面研究。

1.2 研究目的和意义

本文将管理层风险偏好视为研究视角,探讨了其对企业债务融资成本的影响,并借助

线性回归模型，进一步分析了管理层风险偏好与债务融资成本之间的关系。在此基础上，探究了这一研究过程中的传导机制问题，对产生二者关系的传导机制作出深入剖析，检验了二者关系间相关的中介因素是否存在。最后进一步剖析了货币政策宽松度以及产权性质对管理层风险偏好与债务融资成本之间关系的影响。

论文中考虑了企业管理层风险偏好与债务融资成本之间关系的影响路径,并对会计稳健性影响二者关系的传导机理进行了证明,但国内外学者很少有人探讨此研究问题的传导机制,讨论中间相关的中介因素是否存在的学者几乎寥寥无几。据此,本文将从这个方向展开深入研究,并借助实证模型进行了论证,具有一定的理论意义和现实意义。

(1) 理论意义

本文考察了管理层风险偏好对债务融资成本的影响,考虑到目前国内外学者均未对产生二者关系的传导机制作出深入剖析,显然这是很有研究价值的视角。因此,深入研究管理层风险偏好与债务融资成本之间的中间传导机理,不仅具有十分重要的价值和意义,还进一步丰富了管理层风险偏好经济后果方面的相关理论研究。

(2) 现实意义

本文的现实意义在于:为企业制定有效的风险管理机制提供了理论依据,且提出了在企业进行融资决策过程中,重视提高会计稳健性具有至关重要的作用,同时在企业进行债务融资决策过程中,提供了现实性参考和指导意义。

1.3 研究内容与研究框架

本文在梳理相关文献和理论基础后,发现了现有研究明显不足。建立实证模型检验了管理层风险偏好对债务融资成本的正向影响,然后深入剖析了二者作用机理中的传导机制,验证了会计稳健性能够作为管理层风险偏好影响债务融资成本的传导桥梁。

根据文章内容,将本选题分为六章,具体内容拟安排如下:

第一章:绪论。主要在介绍研究背景和相关理论研究成果的基础上,确定文章主要研究的问题,基于此提出了本文的理论意义和现实意义,拟定解决问题所采用的研究方法,最后提出本论文可能的创新点。

第二章:文献综述。该部分分别对管理层风险偏好概念、影响因素及经济后果、债务融资影响因素方面、会计稳健性成因及影响因素方面、会计稳健性影响债务融资方面对国内外已有研究的代表性观点进行梳理和总结,并在文献述评中提出了本选题将要解决的研

究问题。

第三章：理论分析与研究假设

基于已有研究文献和相关理论基础，逻辑推演管理层风险偏好对债务融资成本的可能影响，进一步剖析得出会计稳健性是这一研究过程中的传导机制，并据此提出研究假设。

假设一：其他条件不变时，管理层风险偏好提高了债务融资成本。

假设二：其他条件不变时，管理层风险偏好降低了会计稳健性。

假设三：会计稳健性在管理层风险偏好与债务融资成本之间起到了中介作用。

第四章：研究设计。主要针对文章研究样本、相关变量测度及定义、线性模型构建进行具体叙述。

第五章：实证结果与分析。采用描述性统计和回归分析等实证方法检验了前文提出的研究假设，并对实证检验结果进行相应分析。

第六章：研究结论及政策建议。主要根据前文的理论和实证分析结果，归纳出文章的主要结论，并针对结论反映出的主要问题，提出相关的政策建议，最后对现有研究局限以及未来研究可进一步开展的方向作出展望。

本文的研究框架如下图所示：

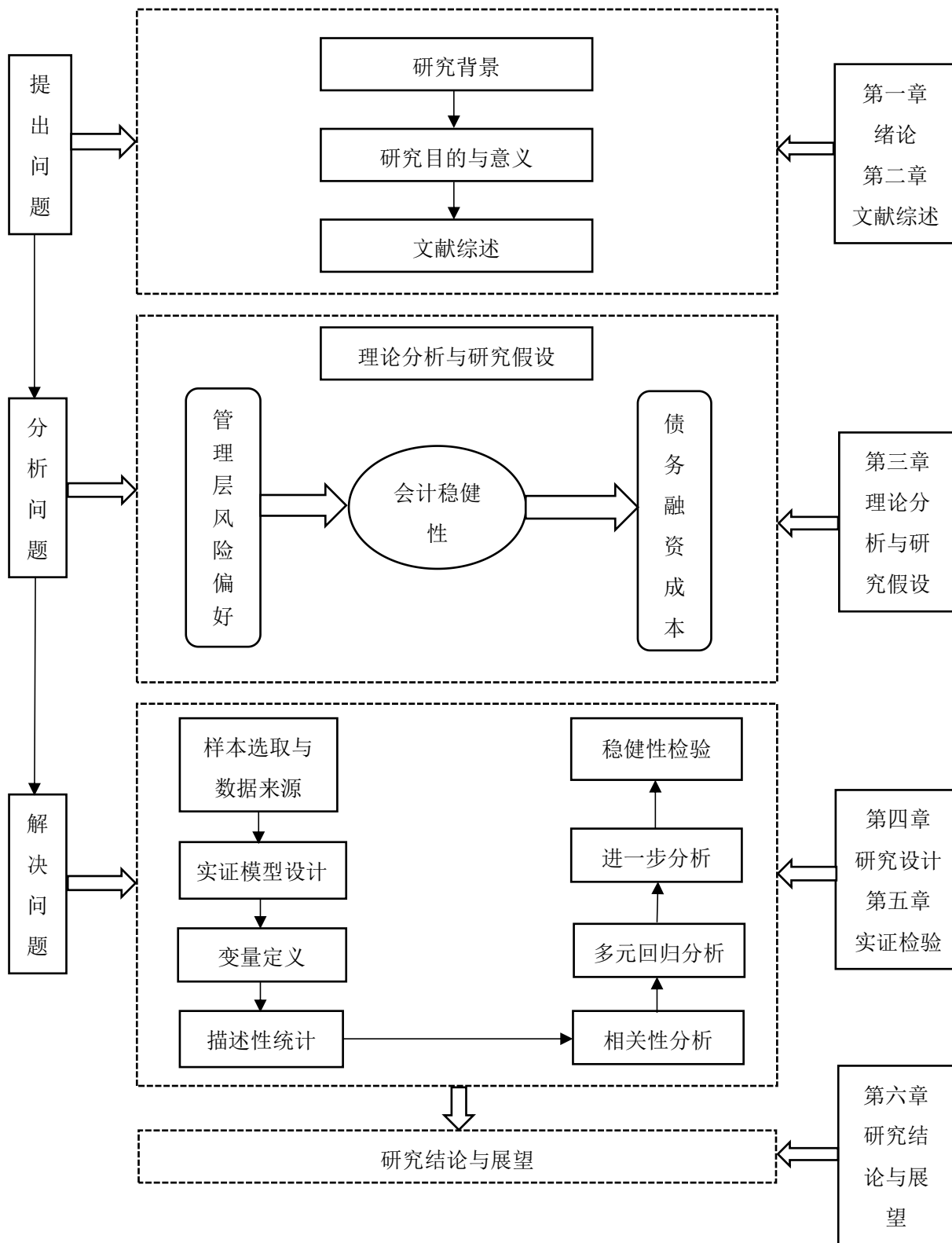


图 1.1 逻辑框架图

1.4 研究方法

本文写作拟采用规范分析和实证分析相结合、定性分析与定量分析相结合的研究方法,极大可能地保证了研究结论的科学性及合理性。首先,在梳理管理层风险偏好的概念、影响因素及经济后果方面、债务融资影响因素方面、会计稳健性成因及影响因素方面、会计稳健性影响债务融资方面国内外已有研究文献的基础上,以前景理论、债务契约理论等相关理论作为本选题的逻辑研究基础并展开了具体分析,归纳演绎管理层风险偏好如何影响债务融资成本,以及会计稳健性的中介效用;其次,进一步剖析了不同货币政策宽松度、产权性质条件下管理层风险偏好与债务融资成本相关关系差异;然后,针对研究问题提出了本文的研究假设,通过确定样本数据、构建回归模型进行实证检验,并在控制相关变量的基础上进行回归分析,且通过稳健性检验加强对假设模型的稳定性。最后,针对实证结果,进一步在理论层面上予以分析。

1.5 可能的创新点

本文具有如下创新点:

第一,增添了管理层个人特质相关研究视角。本文尝试从管理层风险偏好角度研究了对企业债务融资成本影响的问题,提出了二者间存在相关关系及作用路径,并且通过实证模型检验了本文的主假设,即管理层偏好风险程度越高,企业债务融资成本开支更多。目前已有研究就企业内外部环境对债务融资成本展开研究,但在现有文献中缺乏对管理层自身特征对债务融资方面的研究,更有甚者,尚未有学者对管理层风险看待的态度与债务融资成本展开具体分析,于是本研究从该这一视角出发展开具体剖析,开拓了相关研究视角,拓宽了管理层个人特征对企业决策产生经济后果的研究内容。

第二,创新性地提出了非理性人对企业融资的作用机制。具体为,在已有研究基础上本文创新性地分析了管理层风险偏好对债务融资成本的影响机理,深入探究了这一研究过程中的传导机制问题,提出并验证了管理层风险偏好对企业会计信息稳健性产生抑制作用,这样就会传递给债权人不好的信号以此给自身带来了更高的成本。也就是说,偏好风险的管理层所属企业之所以支付的利息费用较高,很大程度上是因为企业风险性行为导致会计稳健性下降。如此一来,会计稳健性在此类影响机制中作为传导因素,真正能够起到了部分中介效用。所以,本文对产生二者关系的传导机制作出了深刻剖析,丰富了会计信息质量与企业经济决策方面的相关理论框架,增加了该研究领域的理论成果。

2 文献综述

2.1 管理层风险偏好的相关研究

风险偏好是指企业高管对待风险的一种态度，亦或是管理层的一种心理特征。企业决策大多数是由管理层所决定，因此，企业管理层面对风险的心态直接会对企业决策产生很大的影响。本文分别从风险偏好之概念、影响因素以及其经济后果这三个方面进行文献梳理。

2.1.1 风险偏好的概念

行为经济学提出，所谓风险偏好就是管理者对待风险的态度，并且有可能成为企业决策行为的影响因素，决定企业最终的经济决策。国外学者研究管理者风险偏好相对较早，早在上世纪下半叶 Arrow 利用效用函数方法和理论，将管理者的风险偏好程度分成了三个级别，具体是：风险倾向、风险中性、风险排斥。继 Arrow 之后出现很多研究者进一步研究风险偏好领域，并且极大地丰富了相关定义内容，例如管理者个人风险爱好程度可分成资产、道德、经济环境和心理这四个层面进行界定（Jackson, 1972）。当然还可以从决策的角度对风险偏好加以定义，其根本原因在于风险偏好本身可用以表现管理层对待风险选择的行为和心理（Hsee 和 Weber, 1997）。虽然不同个体做出的风险抉择存在显著不同，但通常情况下，每个人的风险偏好水平往往处于长期稳定状态，这当然与个体处于特定的成长环境密切相连（Sitkin S, 1992）。实际上，风险偏好无非是个人对于面临的项目风险与利益的权衡过程（Mees 和 Weber, 1998）。换一个角度来看，保证一定效用存在的前提下，风险偏好其实指当公司特定时期所发生事件时，企业高管面对事件可能带来的风险的反应情况和心理活动（潜丽清, 2015）。因为每一个人所处的环境存在差异，其心理特质也就不同，这就导致不同企业各自的管理者面对风险性项目时，所持有的风险态度有所差异，也正因为这样才可以将企业管理层风险偏好分成三个层次，即风险偏好、风险中性、风险排斥（李怀祖, 2006；薛求知、黄佩燕, 2003）。

2.1.2 风险偏好的影响要素

管理层个人在决策中的风险倾向性主要受自身特征及企业外部环境的作用（Harrison 和 List, 2007）。于是，通过对国内外的相关文献进行查阅总结，本文将从企业管理层个人特质和外部环境两方面对其影响因素进行综述。

（1）管理层个人特征方面

第一，管理层年龄和学历影响。早在本世纪初有学者利用年龄大小、学识水平等研究方向，借助实验得出了样本个体的年龄和学历等自身影响因素均能够作用于其对待风险的态度，并验证了以上影响因素与个体风险倾向呈相关性（Barker 和 Mueller，2002）。继 Barker 之后，张应语、李志祥（2009）针对不同年龄段的管理层逐个评估其风险偏好水平。经过深入研究发现了年龄因素会负向影响个人风险倾向性，总而言之，管理层的风险承担水平会随着个人的年龄增加而逐渐降低，很显然这表明了越是年轻的经理人对风险性项目越是青睐。除此之外，张应语（2009）在探讨管理层风险偏好的影响因素时，经过研究提出了个人风险倾向性与自身学历和知识储备能力无显著相关关系。但是之后有很多学者反驳了他所提出的研究观点，而是更为提倡管理层学术能力会对自身风险偏好产生相应影响，譬如：经过对上市公司经理人学术能力的调查整理，进一步剖析并得出了高管学历背景能够对其风险抉择行为产生显著负向影响（商玉明，2017）。

第二，管理层性别原因以及从军经历影响。在管理者性别差异方面，大多数学者研究发现男性管理者比女性管理层更加偏好风险。比如 Marchica 和 Mura（2014）在文章中提到了相比女性管理者，男性管理者更愿意为了实现高收益而承担高风险。国内学者周业安（2013）借助实验验证了男性管理者的风险中性比重要明显大于女性管理者。虽然，部分学者提出了管理层性别对风险偏好水平不能产生作用，但仍有更多的研究学者经过对公司经理人性别进行区分研究，一致认为女经理人会比男经理人更容易规避风险性行为，也就是说更倾向于做出保守决策（高鹤、李旻文，2014）；甚至，有学者还发现了年龄对风险偏好水平的影响相比性别影响更深入，因为在研究年龄对个人风险倾向的影响作用时，不同性别的样本数据所得出的结论是毫无二致的，均可以得出年龄越大的高管，风险偏好程度显著偏低（李焜、阳镇，2015）。当然，高管从军经历对个人特质的影响颇多，不难想到，相比未有从军经历的经理人而言，有过此段经历的经理人在经过军队硬化训练以及军队狼性文化的学习熏陶，练就了积极进取的性格，不怕挫折、直面风险的担当，以上这些军人品格会在高管任职期间持续发挥作用，所以黄勇（2012）专门调查了两组数据，研究发现了高管有从军经历的企业发生的企业并购行为相比高管没有从军经历的企业较多

第三，管理层任期以及工作背景。其实，管理层工作期限的长短也会对自身风险接受水平产生影响，只不过目前尚未达成统一意见。经过研究我们发现企业高管任期与风险青睐水平呈负相关关系，具体为长时间的高管任职会降低管理层敢于冒险的决心和勇气（Gibbons，1992）。所以一般而言，高管任职期限长短会对其偏好风险的水平产生很大影

响 (Allon, 2005)。不可避免地, 在有关管理层任期与风险承受程度方面的探讨过程中, 同样存在着对立观点现象。具体表现为: 一些研究者提出了管理层任职期限长会尽可能的规避可能承担的风险, 这是因为他们自身已经在任职期间积累了较多财产和资金, 特别是年龄偏大点的管理层更会为了保证自身声誉免于受损, 与其将资金投入风险较大的项目, 不如专注于低风险且回报客观的项目投资; 与之相反, 另一些学者却认为越是临近退休的高层就越倾向于高风险行为, 以此来彰显个人领导能力和决策水准。然而, 除了管理层任期长短外, 个人工作背景也会对其风险偏好水平产生影响, 研究表明学习不同专业的管理层对于风险的看待是不一致的, 特别是管理学专业背景的高管大都属于风险规避类, 而工程机械专业背景的高管多数倾向于风险性投资行为。(汤颖梅、王怀明等, 2011)。另外, 社会背景较弱的管理层往往会采取较为大胆的决策行为和融资策略, 以此满足自身受到社会认同的心理目标。

(2) 外部环境方面

在外部环境方面, 结合相关文献整理可总结为以下几个方面。

第一, 薪酬差距和规模报酬的影响。杨琨 (2019) 经过调查研究发现: 企业高管与职工工资相差过大会导致企业内部投资行为过度的问题, 即员工之间工资差距越大越可能带来企业内部投资激进现象。所谓规模报酬就是指大多数人群对于风险的追求都会随着收益的持续增加而降低, 这与我国长期形成的传统文化密不可分, 当既得报酬能够持续获得时就会使得人们出现见好就收的心理, 伴随着不断增加的报酬从而表现为风险规避现象 (Binswanger, 1980)。

第二, 团队影响因素。团队成员往往关注其他成员的选择, 以此作为参考旨在确定自身的观点, 与此同时面对风险的抉择心理以及行为皆会变动, 所以个人风险偏好与团队外部环境紧密相关 (Cason 和 Mui, 1997)。之后, Bliss, Potter 和 Schwarz (2012) 借助实验探讨了团队成员共同议题时会左右团队领导者对于风险的看法和选择, 个人也起到了辅助决策作用。众所周知, 当整体优势发挥出显著作用时, 集体观念可起到对个体行为的纠错、激励、打压偏见等作用; 还有学者认为集体激励也会导致个体风险认知的变动, 且表现为更加厌恶风险了。

第三, 宏观经济因素。借助实证模型进行检验, 结果发现当某一国家处于金融危机阶段, 那么该国企业管理层以及利益相关者均会改变以往对待风险的态度, 以此带来各主体做出的投融资决策行为 (王滨, 2005)。外贸投资能力及国内大环境经济增长情况均会改变管理层对风险的态度 (李鹏峰, 2009)。例如当宏观经济较平稳时, 再加上政府出台良

好的经济政策加以调控，这会给社会主体带来信心，促进就业形势、增加投融资行为，大致可表现为偏好风险；而当宏观经济不景气时，各个利益相关者则会丧失信心，开始减少投融资行为，大致可表现为规避风险（朱为众，2010）。

2.1.3 风险偏好的经济后果

（1）风险偏好影响投资方面

目前涌现出不少学者开始研究管理层风险偏好对企业经营决策的影响，特别是有关投资方面更是广受关注。一般来说，对风险较为青睐的管理层往往对自己较为自信，使得其对风险持开放态度，加大企业投资力度，这难免会发生非理性行为如盲目投资，不利于企业长远稳定发展；相反，规避风险的高管常常会因为过度谨慎保守，害怕承担过多的风险，会迫使他选择减少对外投资，保证资金安全性（Goel 和 Thakor，2000）。同样地，管理层做出的投资决策会因个人风险态度的不同而产生差异，正常情况下，风险倾向性强的管理层时常保持一种积极自信心理（Heaton，2002）。然而，上市公司高管风险倾向性弱时，企业最终做出的决策往往是选择风险小的投资项目（Perrino，2005）。遇到风险规避型管理者，企业股东可以运用激励手段促进其加大投资力度，但是有学者提出，激励政策并非适用于所有企业，一旦采用行权激励就有可能造成管理层为了取得行权利益，而不顾企业整体效益发展，反而致使其采取不合理行为为自身谋取利益（Cheng and Warfield，2005）。金豪和夏清泉（2017），将全样本分成投资缺乏和投资过多两组样本数据，再构建实证模型进行回归研究表明了，投资缺少与管理层对于风险接受度能力有关，过多的担忧风险承担会阻碍投资力度；投资过度组，投资过多也难免与决策者个人特征相关，决策者乐意承担风险博取高额利润时，就会自愿加大投资突入的力度。

（2）风险偏好影响资本结构方面

在管理者风险偏好对公司权益和债务关系的影响方面，Norton 最先提出了公司权益债务比例会受到公司经理人对待风险态度的影响作用。后来，Cain 和 Mc Keon 等（2012）继续深入探究了这一作用机理，通过构建预期效应模型以及前景理论的基础上，实验验证了偏好风险的管理者更倾向于选择债务融资，而厌恶风险的管理者更多选择股权融资抑或是内部融资。龚光明和曾照存（2013）持有观点：风险型管理者喜欢冒险，急于获取高额收益，往往加大投资额度，表现出了频繁投资行为。此外，高管越偏爱风险就越会加大研发力度，重视科研技术及研发成果（唐清泉等，2009）。之后进一步研究发现，管理层风险偏好能够增加企业资本性支出，使得企业自发加大资本投入而获得资产或者劳务的收益。

目前学界常用风险资产衡量企业高管风险性行为的程度，于是偏好风险的管理层所在的企业风险资产中所包含的资本支出比较多（李伟，2013）。何瑛（2017）文章中利用前景理论和高阶理论的阐述，对于管理层风险偏好对企业资本结构产生影响构建了线性模型，以此做出实证研究，结果显示：企业经理人对待风险的态度会显著影响企业净资产与债务规模间的占比关系。此外，在进行企业日常决策时，高管面对风险的态度会对决策最终结果产生作用，以此影响企业财务状况（史永东等，2010）。

综上所述，管理层风险偏好在一定程度上会影响企业的决策行为，倾向于选择高风险高收益项目，进而为企业带来不确定性的风险，必然影响到企业的经营绩效。

2.2 债务融资成本影响因素的相关研究

相对于股权融资，债务融资有很多优点，如融资快、限制少、财务杠杆效用等。但是对于企业来说，需要借助何种途径用更少的利息费用获得充足的融资，并且在这一融资过程中会受到哪些因素影响，这些都是在发展过程中需要切实关注的问题。通过梳理现有文献，本文整理出了影响企业进行债务融资所需支付费用的有关成分，具体整理如下：

2.2.1 债务融资成本的外部影响因素

首先，经济发展环境往往由经济发展量来衡量，用来反映特定范围内经济体总的发展情况。Qi等（2010）的研究发现，处于经济发达国家中的公司所支付的融资成本较之发展落后的国家更高。我国学者同样提出，张雪（2020）在文章中采取国内发展总值作为某一领域的发展状况的反应指标，提出了假如某一领域内整体的发展境况很好，则会带来较大的竞争力，从而提高该领域内企业所发生的债务融资成本。其次，关于媒体关注对债务融资成本带来的影响研究，目前学界基本统一了看法，即充分的媒体关注和跟踪报道可以有效地减少企业发生的非理性行为，避免不必要的代理费用从而减少债务融资成本。最具代表性的是，国外学者Fang（2009）经过切实调查得出了只要媒介渠道源源不断地提供新信息，就会产生对融资成本的关键作用。然而我国学者林晚发（2014）提出了经过媒体曝光的企业向银行贷款付出的成本普遍较低，而产权政策差异会对二者正相关关系起到显著调节作用。另外，债务融资成本也会受到政府出台政策的影响。叶康涛（2010）提出了民营企业债务融资成本是否与区域市场化进程相关，经过研究表明企业融资成本会因市场化程度提高而显著降低。李姝和谢晓嫣（2014）调研了存在政企合作的企业所承担的融资成本情况，发现了政企关系使得该企业债务融资成本降低，特别是在地方性企业体现的更

为明显。因此，学者们一致认为由于我国特殊的国情考虑，有政治扶持的企业比没有政治背景的企业取得融资相对便利，且承担利息更少。

2.2.2 债务融资成本的内部影响因素

第一，现有文献已经提出了从企业委托代理角度出发，研究有关公司治理行为对债务融资成本的影响关系。银行等放贷方旨在保证自身运营稳定以及利益保护，通常采取提高借款利率方式增加借款企业应付的融资成本（贾菡，2011）。第二，企业特征对债务融资成本的影响最为显著的当属于企业规模，而如今实证研究大都将其按照企业资产总额来衡量。正常情况下，上市企业规模较大，其信用级别也普遍较高，此时向债权人提出借款就会受到优待，可以更低成本获得规模更大的融资，这实际上说明了企业信息披露质量能够传递给金融机构良好信号，帮助借款方更易获得融资（Leland 和 Pyle，1977）。第三，公司业绩对债务融资成本的影响不容忽视。当企业经营状况不好时，进行债务融资的要求和标准就会在隐形中提高，加剧了债权债务之间的信息不对称程度，这会伴随着债务融资成本的增多（Masulis，1980）。业绩的变化反映了企业经营不稳定，有可能存在一定的风险以及造成对公司价值的损害，这就导致了企业融资成本升高（韩晓梅、周玮，2013）。

2.3 管理层风险偏好影响债务融资的相关研究

目前研究个人心理特征对债务融资方面的文献相对较少，考虑到该研究视角具备重要价值，于是本文将作为逻辑主线开展相关研究。通过借阅相关文章，对该领域研究结果进行了如下整理：

美国著名经济学家 Slovic（2005）在行为金融学 and 心理学理论体系结合基础上，研究了个人心理特征：风险偏好、情感、态度，并发现了这些因素能够对管理者投融资决策行为产生巨大作用。朱松（2013）认为信用评级机构对该公司评级打分时比较看重会计信息稳健性，若公司信息稳健性较高，信用评级就会有所上升，进而降低债务融资成本。李琳娜（2017）检验了管理者高估自身实力与债务融资二者的关系，发现了管理层越自信，越多选择短期债务融资。罗正英和周中胜（2010）收集了我国上市公司相关指标数据，检验了管理层风险厌恶程度对企业债务融资的影响，但发现因为我国大多数企业更偏好股权融资，得出来的结果未呈显著相关关系。韦继山（2015）将生命周期阶段进行了控制，基于风险偏好理论研究管理层风险偏好对企业债务融资规模的影响，结果发现二者呈显著正相关。

2.4 会计稳健性的相关研究

会计稳健性不仅在一定程度上能够反映出企业会计信息优劣，还可以左右投资者进行最终决策行为。Watts（2003）认为稳健性政策的运用如何可通过企业对坏消息的反应程度，假如企业对于负面信息的反应更为及时，这就说明了该企业会计信息足够稳健。本文共分为会计稳健性成因、会计稳健性与债务融资这两个方面进行文献归纳。

2.4.1 会计稳健性成因相关研究

会计稳健性之所以能够产生并能够长久存在，一个重要的因素就在于全球资本市场需要会计稳健性保证会计信息披露质量，企业会计信息稳健可以有效提高债务契约有效性，进而带给公司更大价值(Watts, 2003)。具体可以从如下几个角度详细阐述：

首先，从公司契约的角度来看，会计稳健性存在的目的在于筑牢双方合作关系，强化契约精神。契约主体需要有效的会计信息增加彼此信任度，以保障各方利益集体协调发展。最初，Ahmed 等（2002）提出了债权人会逐步加强对企业信息质量的重视，尤其是如今委托代理关系愈加复杂，债权人要求债务企业提供更加稳健的会计信息进一步提高。后来，学者们开始察觉并全面研究这一问题。诸如刘运国（2010）提到了企业债务契约差异会造成债务方会计信息稳健性有所不同；高辛（2018）开展这方面研究，他提出了会计信息稳健程度与借款额度和时间相关，研究结果显示借款额度大的企业谨慎性政策运用更好，借款期限长的企业会计信息更稳健。

其次，诉讼行为是促使会计稳健性产生的第二个原因。之所以会存在诉讼行为，是因为当企业高管为了一己之私，篡改会计信息内容，应当确认的负债没有登记入账，这时导致银行等利益相关者提起法律诉讼，企业承担较高的诉讼成本后会加强运用会计谨慎性政策，稳健性要求少计利润，如此一来，便能缓解诉讼事件的发生（Watts, 2003）。由于会计稳健性的应用可以有效减少诉讼风险和成本。所以，行业内迫切需要会计稳健性这一会计政策的出台以减少诉讼风险。将研究全样本数据进行分组，分别是被起诉过的企业和未被诉讼过的企业，经过研究可得出凡被起诉过的企业会计信息更为稳健和保守（祝继高，2011）。

再次，税收是会计稳健性产生的又一重要原因。企业出于合理避税的目的，利用谨慎性原则可以低估收益和资产，高估费用和负债，这样就可达到税务筹划的效果（盖地，2012）。研究指出，税法规定企业应付税负越多，上市公司采取稳健性政策越积极（张添翼，2015）。不难发现，稳健性原则可以在某一程度上降低企业应付税额，于是可以给企业经营降低风

险。

最后，从政府监管的角度来看，会计稳健性的产生满足了行业监管者的需求。然而 Sivakumar (2002) 发表观点，制度颁布要求会计稳健性的自然产生。同样地，任何会计准则的制定必然伴随着相应监督，这一过程需要花费大量的成本，而成本的产生正是稳健性存在的机理 (Watts, 2003)。这实际上是一种政治需要，因为企业一旦高估了收益，相关监管部门就会加大对其监督力度，这势必造成政府方面人力物力的损失，故产生稳健性会计政策能有效缓解这一监管与被监管之间的矛盾，降低监管者耗费的成本费用。

2.4.2 会计稳健性影响因素

目前已有多数学者针对影响谨慎性原则的相关要素进行了深入研究，本文经过归纳整理发现了少数学者提出了管理层自身心理特征对会计稳健性特征能够起到重要作用，其中管理层过度自信已经得到了多次论证，这也为本文所提出的管理层风险偏好这一心理属性提供了相应参考。于是可从个人心理特征层面对影响会计稳健性的研究成果进行梳理，具体整理如下：

自负的管理人处理决策常常带有不理性情绪，易造成决策失误，在确认经营风险时容易忽略其重要性，反观对待收益方面表现得过度乐观。经过实证研究结果表明：企业经理人表现出过度自负心理会造成企业会计信息处理不谨慎；然而这层影响机理在所有权归政府持有的企业中表现得更为明显 (孙光国, 2014)。然而，有学者在产权性质作用方面提出了相反的观点，他既肯定了经理人过度自负会对稳健性造成不利影响，又认为在民营企业中这种不利后果会更大 (侯巧铭, 2015)。继孙光国之后，有关学者却提出了采用新的度量方法和模型对管理层自负行为以及会计稳健性进行创新性探讨，结果再次验证了二者存在负向影响作用，并且提出了对于不同阶段的企业这一影响程度也有差异 (邓玛, 2016)。综上，可以说明不少学者已然发现从管理层心理特质视角探讨企业决策方面的研究极具价值，这也证明了论文从个人风险偏好作为研究出发点同样具备可行性。

2.4.3 会计稳健性与债务融资方面的相关研究

(一) 会计稳健性影响债务融资水平

无论在国外研究前沿，还是我国相关研究成果，对于会计稳健性影响债务融资水平的探究，学者们均持有乐观态度，认为二者呈正相关关系。

会计稳健性具有缓解债权债务间信息不对称关系的作用，能够提高债务契约效用，解决民营企业融资难、成本高等问题 (Ahmed, 2002)。当企业财务信息表现出稳健性特征

时,就能够保证债务契约有效性,提高向银行取得贷款的额度,更易获得充足的融资以保障企业进行相关经营性活动(Wagenhofer、Gox, 2010)。我国学者对该领域的研究起步较晚,刘嫦、袁琳(2010)对企业财务报告稳健性与借款企业取得再融资关系进行深刻剖析,研究表明了企业会计稳健程度越高,越能够帮助其获得更多的融资金额,进一步可发现,会计信息足够稳健向债权人传递一个良好信号,加强企业与银行等债权人友好联系,有助于降低其对借款企业稳健性的要求。然而考虑到会计稳健性和企业债务融资规模存在相关关系,借助实证模型进行检验分析可得,会计稳健性越高的企业其债务融资额度会越大,即谨慎性原则运用水平较高,便于企业获得债务融资(王东清、周新 2020)。此外,债务融资可分为期限短和期限长两类融资,那么通常来讲,会计稳健性高的企业所持有的长期性融资也会越多,也就是说稳健性能够为企业创造出融资能力(周玮, 2014)。实际上,会计稳健性和企业债务契约相互影响,一方面稳健性能够加强债务契约有效,另一方面债务契约存在对会计稳健性的需求(祝继高, 2011)。

(二) 会计稳健性影响债务融资成本

目前国内外学术界对于这方面的研究,大都认为会计稳健性能够有效缓解融资约束,有助于减少负债利息支出。相反地,当企业会计信息稳健程度不足,需付出的融资成本便会有所提高。

Watts (2003) 最早提出了企业会计信息稳健能够有效分解债权人对于资金放贷风险的担忧,愿意主动降低借款方应当承担的利息成本。不难看出,能够获取企业外部利益集体的信任必须提供一份稳健的会计报告,充分披露真实可靠的信息以降低信息不对称程度,亦能够约束企业高级管理者过度不理智决策,保障企业良好的经营绩效,使得债权人产生减少融资成本的倾向(Biddle 和 Hilary, 2006)。实验研究表明,会计报告存在较高稳健性的企业在进行投融资时通常表现为成本低、效率高(Lara 等, 2009)。国内相关研究相对较晚,有人指出稳健性能够给借款企业带来借款优势,贯穿于整个融资过程,被融资企业面对高质量会计信息主动提出降低融资利率,减少成本费用(陈爱华, 2015)。换一个角度分析,当企业会计处理不能充分运用谨慎性原则,会引发账实不符的风险,此时审计人员就会加强对每一环节的查验,这样增加该企业融资成本是毋庸置疑的。反之,运用谨慎性原则较多的企业向外部投资者展开债务融资时会受到相应支持,原因在于高稳健性反映出了企业财务报告真实可信,便于债权人监督并减少因监督而产生的成本风险(郑登津、闰天一, 2016)。此外,货币政策宽松度也会影响会计稳健性对企业借款费用所产生的作用,即会计稳健性达到较高水平的企业,在处于货币收紧大环境下,能够以更低支出获得

债务融资（赵振洋，2017）。

（三）会计稳健性有益于契约有效方面研究

信息不对称在在债务契约中必然存在，若想缓和这一问题，企业满足债权人会计信息高稳健要求是有效的途径。胡奕明（2007）认为银行在制定融资费用决策过程中会计稳健性起到了不可忽视作用，他发现会计越稳健银行越会认为企业违约的可能性较低，自身承担风险较小，此时银行会主动降低融资费用。毛新述、戴德明（2008）研究发现了以约束盈余为基准的会计谨慎原则不仅能够减少信息不对称导致的逆向选择问题，还有效限制了管理层非理性行为导致的错判。郝东洋（2011）提出了以下观点：高稳健性就代表了会计信息质量较高，也说明了公司的债务融资效率比较高,其原因之一就是高稳健性可以降低企业筹资需支付的利息。李青原教授(2009)用会计信息稳健性高低代表企业会计信息质量好坏,研究表明了会计信息质量较高，将有助于提高债务契约效果和企业经营绩效。孙刚（2010）认为高会计稳健性在一定程度上抑制了管理层非理性决策行为。稳健的会计信息便于债权人及时了解到企业真实经营状况，判断贷款人风险承担水平，由此可见，会计稳健性是债权人的必要需求。

2.5 文献述评

综合国内外的研究，管理层风险偏好在一定程度上会影响企业的决策行为，倾向于选择高风险高收益项目，进而为企业带来不确定性的风险，必然会加剧股东和债权人间的冲突，势必影响到企业的债务融资代理成本。而那么据此提出本文研究问题：管理层风险偏好会怎样影响企业债务融资成本呢？探究及验证该研究过程丰富了管理层风险偏好经济后果方面的研究内容。经过梳理文献发现，无论是国外还是国内学者，尚未对产生二者关系的传导机制作出深入剖析，显然这是很有研究价值的视角。此外，很少有人探讨此研究问题的传导机制，讨论中间相关的中介因素是否存在的学者更是寥寥无几。由于风险偏好型的管理者是有限理性的，意味着企业会进行过多的风险投资，产生高估收益低估损失的行为，很容易影响到企业会计稳健性原则。然而会计稳健性是会计信息质量中极具代表性的一个特征，据以往研究成果可得出，它会对企业债务融资成本产生重大的影响。据此，本文在研究管理层风险偏好对债务融资成本的影响过程中，将会计稳健性视为中介传导桥梁。因此，下文将对“管理层风险偏好对债务融资成本影响”的研究路径进行深入剖析。

3 理论分析与研究假设

3.1 理论基础

3.1.1 前景理论

前景理论又称为期望论，属于行为经济学相关理论之一，该理论的提出比着传统经济学所提倡的“理性人假设”更具权威性，因为其融合了心理学和经济学方面的研究，认为人就是非理性的存在，并主张人对于风险认知在不同情景下存在差异，随后使得更多的学者投身于个人心理行为与经济决策领域的理论研究，这对于处于不确定状态下个人所做出的风险抉择行为研究具备重要价值。此外，这一原理认为个体往往选择在较容易收益时表现为风险厌恶；在可能发生损失时表现为风险渴求；换句话说，人们常常对于实现难度高的事件饱含期待感，却对于容易实现的事情不够敏感。这都足以说明了人对于损失的反应更加敏锐。现实生活中，大部分的企业高管也确实是这样做的。那么，前景理论认为这与管理层个人的心理特征、行为表现以及非理性心理影响因素密不可分。

3.1.2 债务契约理论

债务契约实际上是企业获得债务融资时所需要签订的契约协议，其根本目的在于保证债务人的资金偿还、有效约束欠债企业，具体表现在：若债务方未能及时偿还借款就意味着违约，也就要承担相对应地违约成本。根据相关学者研究得出，Watts（1986）最早提出了债务契约理论，他得出企业债务融资规模和违约成本正相关，即融资规模增加会带来更多的债务违约成本，而成本的增加必然加大公司会计信息调整的行为动机。随后，饶艳超和胡奕明（2005）丰富了此理论的有关内容，他们先是调研查证了银行贷款情况，结果发现了银行等金融机构非常看重企业会计信息，并将其作为判断是否提供贷款的依据，并且在全部会计信息内容中，属银行借款最受关注，其次是往来款项。

企业除了发行股票外，还可以借助债务融资方式筹集资金，满足自身发展需求。一旦企业获得债权人提供的借款，就表示二者存在了债务契约关系。但是股东和债权人本身存在矛盾，因为从某种角度来讲，公司股东更在乎能否分配更多的股利，所以企业管理层和股东更倾向于承担一定风险且能够取得高额回报的投资项目。不可否认的是，这无法做到保障银行等放款人的权益，甚至可以将管理层和股东的这种做法视为将风险转嫁给银行等债权人。因此，为了更加有效保障自身权益，债权人已然采取自我保护措施，而债务契约

表现最能彰显出债权人态度。该协议明确划分了公司与银行之间的债权及债务关系，并确定了权力与权责，该债务协议具备一定的法律效力。例如，当债权人意识到企业存在较高地偿债风险，此时可采取缩短贷款时限、融资费用等方式进而降低自身承担的信贷风险。另外，债权人可在契约协议中向企业指定的财务指标提出条件，以保证企业稳定的净资产总值等。

3.1.3 优序融资理论

优序融资理论是又称为啄序理论，这是因为企业开展前景很好的项目需要资金量较大，借助债权融资和股权融资均可帮助企业获得资金需求，但在这一过程中企业采取融资的方式存在先后次序，即内部融资最为优先，当资金仍不足时方采用外部融资方式，而企业进行外部融资会先选择债务融资，这与债务融资的避税效应及成本低等优点相关，而股权融资往往最后使用。实际上，选择何种融资方式是由管理层风险偏好程度决定的，因为风险偏好者往往更青睐于债务融资，风险规避者会减少债务融资增加内部融资亦或是股权融资。这也就意味着不同企业管理层做出融资方式的选择也会不同。

3.1.4 信号传递理论

信号传递理论属于信号理论两大方面的其中一种，它是指市场上利益相关者之间借助可视信息传递出企业经营状况的好坏信号，以此作为双方交易的筹码及标准。该理论发现了信息占据有利方最开始付诸行动，把其能够发挥作用的有利信息尽可能地进行披露，我们可将这一理论应用至会计主体之间交易过程，可发现一个企业的经营成果和报表信息的好坏能够与外部利益相关者达成共享，其实相当于向相关利益主体传递一个信号，无论该信号是好是坏，均能作为对方在今后进行投融资决策时的判断标准和依据。当然，企业管理层个人特质的具体情况也将传递给利益相关者，以此作为相关者进行合作决策的参考信息。

3.1.5 信息不对称理论

将信息在不同主体间平均分配确实难以做到，那么会计信息在利益相关者间必然存在不均等情况。显而易见，信息量是否充分是衡量双方地位优劣的评判标准。那么，拥有优势的一方是因为自身掌握信息足够多，相反，处于下方的对象也因为自身信息匮乏。信息不均等理论最初是由 Greenwald et al. (1984) 提出的，该理论认为市场交易过程中买卖双方各自掌握的信息质量及数量均有所不同。若一者掌握信息量较多，必然造成另一主体信息

匮乏,也就出现了信息分布不均的现象,则掌握着更充分的会计信息一方会获得明显优势,并在向信息不足方传递信息过程中获得既得利益。之后 Arrow (1963) 等人继续深入该研究领域,不少研究学者一致认为在商品交易中销售方拥有更多的信息,而购买方往往处于信息劣势方,双方在信息不对等情况下会迫使信息劣势方愿意付出成本从而获得信息优势方信息。

3.2 研究假设

3.2.1 管理层风险偏好与债务融资成本

行为财务学兴起于 20 世纪末,它对效率市场假说所提的人是理性的产生了不小的挑战。现代行为财务学持有观点:人是有限理性的,则管理层很多情况下会凭借着直觉做出决策行为,如管理层风险偏好促使管理层的非理性行为,而非理性行为必然会影响到企业的投融资决策。由于风险偏好型管理者往往选择高风险高收益项目,而这类项目要求的资金量很大,那么企业内部融资并不能满足管理层进行风险性活动,于是此类型管理人员会做出外部融资的抉择,优序融资理论提出:相比之下债务融资成本不高且能够起到节税效用,使得企业经理人开展融资活动时首选举债方式获得资金;另外,不敢承担风险的高级经理人会尽可能的减少这种渠道进行融资(郑荣鸣, 2004)。与此同时,管理层风险偏好会大大提升企业的经营风险,经营的不确定性更高,加大企业在债务契约方面的违约概率,其合理性和合法性会遭到外部投资者的质疑。具体原因表现为:一方面,管理层倾向于选择风险系数较高的项目;另一方面,债权人了解到管理层偏好风险迫切需要更多融资进行高风险项目,故牢牢掌握着其心理需求,也能够成为债权人提高债务融资成本的理由。由此可见,管理层风险偏好会给企业带来较大的不确定性经营风险,进而影响其未来发展战略和经营目标的实现,引发债权人较高的债务成本要求。

公司财务理论认为,企业债务融资成本在一定程度上会受到信用等级的影响,企业经营状况是否良好直接影响信用等级(李广子、刘力, 2009)。银行等发放资金的债权人借助一定标准的评价机制,针对债务企业的经营情况进行评判,以达到资本保值,通常情况下,偏好风险的管理层所属企业的信用评级普遍较低,这样加剧了二者间的委托代理矛盾问题,使得债权人加大贷款利息。而债务契约理论认为,签署契约协议的双方都是彼此信任的,认为与对方同属于利益共同体,为了维护集体的利益使得每一个体拥有着契约精神,积极主动地为对方提供有效的财务信息。但是在现代市场化环境下,这种契约协作的状态

很少见，而契约双方有限理性才是最为常见的。实际上，债权人最看重放出的贷款是否能够如期收回，在与债权人达成协商过程中往往要求对方向其提供风险评估结果，以此实施对该债权企业的定价决策（吕明晗，2018）。从债权人考虑收款风险角度作出分析，完全有理由相信债权人应该会关注管理层风险偏好所揭示的公司潜在经营风险，通过提高定价决策进而增加收取的利息费用，以保障自身利益免于受损。

基于以上分析，提出如下假设：

H1：其他条件不变时，管理层风险偏好提高了债务融资成本。

3.2.2 管理层风险偏好与会计稳健性

偏好风险的管理层较为乐观，表现出对“坏消息”的反应比较放心，这显然会在一定程度上干预到会计稳健性原则。谨慎性原则要求及时确认损失，不允许做出收益高估和损失规避行为，更不允许以追求企业利润最大化为目标而急于采取冒失的决策行为。然而，风险偏好型管理者为了达到预期收益目标，往往采用较为冒进的投资行为，对损失预测持有乐观态度，对风险行为表现积极，恰恰与会计稳健性原则相背离。例如：管理者为了谋求高收益而选择投资于高风险的项目，在投融资决策方面表现得更为激进，以此达到自己预先设定的经营目标。一般而言，管理者越偏好风险，就越有可能高估企业的前景和收益，从而低估了企业盈利波动所带来的潜在风险，并未有效做到对“坏消息”的及时反应，降低了企业会计稳健性。

首先，现行会计准则指出稳健性是指在核算和处理企业日常经营业务的过程中，要始终保持审慎之心，始终保持着面对可能无法收回的收益坚决不能急于记录。也就是说，谨慎性原则要求财务人员处理工作时，尽可能地多确认支出，少确认流入，力求做到对损失的处理比收益的确认更具时效性。事实上，拥有着冒险性格的管理层立下的剩余目标偏高，一旦达不到既定目标时，往往会为了维护个人声誉、职业发展等因素，做出只关注收入而忽略损失行为，甚至相应调整正确的会计政策，降低了会计信息稳健性（张兆国、刘永丽，2011）。其次，风险的偏好程度决定了管理层自身难以意识到资金需求量大的项目使得企业所承受的风险压力，却总是表现得轻松自在。由于风险偏好型高级管理员有着一定程度的涉险需求，通常会采取大量投资措施以满足自己冒险需求（龚光明和曾照存，2013），现有文献已经提出了良好的运用谨慎性原则能够有效减少企业过度投资行为（张悦玫、张芳，2017；韩静等，2014）；我们可以推出，当企业投资过多超出正常水平时正好说明了会计稳健性并不高。然后，根据国内外学者研究发现，管理层对于风险的态度越激进，管

理层的自利行为也就越严重（孔晨和陈艳，2016），导致财务报告出现错误的可能性便会更高，财务会计信息稳健性就会下降。那么，管理层这种自利行为必不可少的创造了不真实的会计信息，影响了会计信息稳健性。那么管理层偏好风险发生的自利行为可以表现在以下几个方面：（1）提前确认收入。（2）推迟确认成本费用。（3）改变企业的会计决策方法。例如，可改变资产折旧采用的方法以减少企业应回收的折旧，增加企业财务报告利润的数额，降低了会计稳健性。

综上，风险偏好的管理层由于个人非理性特征和自身利益最大化动机，会对企业会计稳健性产生不利的影晌。一旦企业实际业绩不符合预期收益目标时，管理者会利用风险冒进决策以及自利行为，以保证公司业绩的实现，满足自身利益最大化，从而降低了会计稳健性。

基于以上分析，提出如下假设：

H2：其他条件不变时，管理层风险偏好降低了会计稳健性。

3.2.3 会计稳健性的中介效应

经分析会计理论可得知，偏好风险的企业管理人有可能造成企业失信行为，借机更改会计收益确认信息，这种做法必然导致会计稳健性降低，那么，进一步加剧了银行等金融机构有意向增加借款人费用的心理。Watts（2003）认为，稳健性较低不利于债权人正常放贷，令其过分担心债务人违约，这样会使得债权人采取提高利息费用决策，致使企业债务融资所要负担的成本增加。依据信号传递理论可知，当企业会计信息不够谨慎时，债权人就会接收到一个消极信号，进而会影响债权人提供融资定价决策。当企业会计信息不稳健时，再加之管理层偏好风险起到的负面作用，一旦债权人收到这些不利信息，则会认为企业存在较大的不确定经营风险，这种信号令债权人感受到很大风险，致使其向企业提供融资时抬高融资成本。总之，较低的会计稳健性水平不能够保证债权人的利息及时收回（Callen，2015），降低了债务契约有用性，又进一步加剧了企业和债权人之间的代理冲突问题。

一方面，具有风险偏好特征的管理层通常表现为：不仅对收益预测过于乐观，还在企业未能达到设定预期盈利目标时，往往会借助风险冒进决策以及自利行为，以保证公司业绩的实现，满足自身利益最大化，从而降低会计稳健性。会计稳健性的降低带给了债权人负面信息，从而加剧了银企间的代理冲突问题，使得债权人作出提高融资定价的决策，以此实现自身利益的保障。另一方面，偏好风险的经理人往往投资于承担风险大、易于取得

得高额利润的项目，然而这种活动需要的资金量较大，在一定程度上，企业高管会愿意付出更高的成本和代价以达到追求高收益的目标。总而言之，管理层风险偏好会对企业债务融资决策产生影响，而其传导机制主要是依靠会计稳健性的中介作用。即管理层风险偏好由于降低了会计稳健性，从而导致了较高的债务融资成本。

基于以上分析，提出如下假设：

H3：会计稳健性在管理层风险偏好与债务融资成本之间起到了中介作用。

结合以上理论分析，可将本文所提研究假设按照如下逻辑链条进行直观展现。

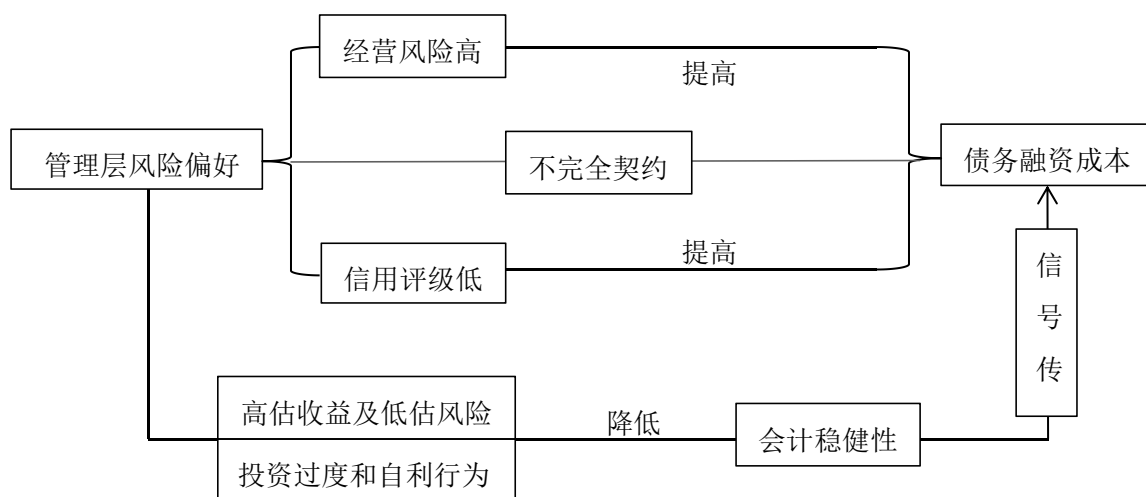


图 3.1 逻辑分析图

4 研究设计

4.1 样本选取与数据来源

本文选取 2010-2019 年 A 股上市公司作为研究样本，样本在选取过程中，主要经过以下步骤进行筛选：（1）剔除 ST、ST*、PT 的公司；（2）剔除主要数据缺失的上市公司；（3）剔除金融、保险业公司；（4）对样本中所有连续变量进行上下 1% 缩尾处理。最终获取期间财务数据完整的样本 19509 个，所有财务数据均来源于 CSMAR 数据库和 WIND 数据库，数据处理和分析采用 STATA14.0 和 EXCEL2010 软件。

4.2 变量定义

（1）被解释变量——债务融资成本，参照李广子（2009）在其论文中的做法，本文采用财务费用占负债总额比例作为债务融资成本的衡量指标。

（2）解释变量。管理层风险偏好(Riskasset)。参照龚光明（2013）、汤颖梅（2011）和张丽君（2021）在文中的做法，可借助企业金融决策结果来反映管理层对待风险的态度，即采用风险资产比重度量该变量。企业风险资产占总资产比重越大，表明管理层越倾向于风险决策，该指标为正向。因会计准则最新变动中可供出售金融资产和持有者到期投资会计科目进行了更改，但财务报表中列出更改后的科目数据最早是 2019 年，所以本文仍然沿用修改前的做法对该指标进行量化。公式如下：

$$\text{风险资产比例} = \frac{\text{风险资产}}{\text{总资产}} \quad (1)$$

$$= \frac{\text{短期风险资产} + \text{长期风险资产}}{\text{总资产}} \quad (2)$$

$$= \frac{\text{交易性金融资产} + \text{应收账款} + (\text{可供出售金融资产} + \text{持有者到期投资} + \text{投资性房地产})}{\text{总资产}} \quad (3)$$

会计稳健性 (Cscore)。Khan 和 Watts (2009) 在 Basu 模型的基础上提出了 C-score 方法衡量企业的会计稳健性，现如今已经得到学界普遍认可，他们认为会计稳健性会受到公司规模、财务杠杆率、企业成长性等因素的影响。该模型以 Basu 模型为研究基础，构建了对好消息反应及时性的数学等式。

$$\text{EPS}_{i,t}/\text{P}_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 \text{DR}_{i,t} + \beta_0 \text{R}_{i,t} + \beta_1 \text{DR}_{i,t} \text{R}_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

$$\text{Gscore} = \beta_0 = \mu_1 + \mu_2 \text{SIZE}_{i,t} + \mu_3 \text{LEV}_{i,t} + \mu_4 \text{MB}_{i,t} \quad (2)$$

$$Cscore = \beta_1 = \gamma_1 + \gamma_2 SIZE_{it} + \gamma_3 LEV_{it} + \gamma_4 MB_{it} \quad (3)$$

模型中 EPS 代表每股收益；P 表示股票收盘价；R 指的是公司当年的股票收益率；公式 1 中，将 DR 设置为虚拟变量，若 $R > 0$ ，则取 0，若 $R < 0$ ，则取 1。企业对好消息反应的时效性越高， β_0 值越大；对坏消息反应的时效性越高， $\beta_0 + \beta_1$ 值越大。公式 2 和公式 3 中 SIZE 指的是企业资产规模、LEV 代表负债比例、MB 表示账面市值比。则：我们可将公式 2 和公式 3 带入公式 1 中，可得到公式 4：

$$EPS_{i,t}/P_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 DR_{i,t} + (\mu_1 + \mu_2 SIZE_{it} + \mu_3 LEV_{it} + \mu_4 MB_{it}) R_{i,t} + (\gamma_1 + \gamma_2 SIZE_{it} + \gamma_3 LEV_{it} + \gamma_4 MB_{it}) DR_{i,t} R_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (4)$$

$$EPS_{i,t}/P_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 DR_{i,t} + (\mu_1 + \mu_2 SIZE_{it} + \mu_3 LEV_{it} + \mu_4 MB_{it}) R_{i,t} + (\gamma_1 + \gamma_2 SIZE_{it} + \gamma_3 LEV_{it} + \gamma_4 MB_{it}) DR_{i,t} R_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (4)$$

进行回归可将公式 4 中的系数计算出来，进一步将其分别代入公式 2 和公式 3，可得出公司 i 在第 t 年对坏消息反应是否及时，即会计稳健性的代理变量 Cscore。

(3) 控制变量。本文选择与企业债务融资成本存在一定关联的企业规模、盈利能力、Tobinq 值、有形资产比例、偿债能力、流动比率、资产担保价值、产权性质、行业虚拟变量、年度虚拟变量等作为控制变量。

表 4.1 变量定义

变量分类	符号	指标名称	计算方法
被解释变量	Zwrzcb	债务融资成本	财务费用/负债总额 (交易性金融资产+应收账款 + (可供出售 金融资产+持有者到期投资+投资性房地 产))/总资产
解释变量	Riskasset	风险偏好程度	金融资产+持有者到期投资+投资性房地 产))/总资产
中介变量	Cscore	会计稳健性	Cscore 模型计算可得
	Size	企业规模	企业总资产的自然对数
	Roa	资产报酬率	息税前利润/平均资产总额
	Tobinq	托宾 Q 值	(股权市值+净债务市值) /总资产
控 制 变 量	Rate	有形资产比例	固定资产/总资产
	Lev	资产负债率	负债/总资产
	Cr	流动比率	流动资产/流动负债
	Tang	资产担保价值	年末总资产
	Soe	产权性质	国有企业设置为 1；非国有企业设置为 0
	Dual	两职合一	是为 1；否为 0
	Industry	行业虚拟变量	控制行业影响
	Year	年度虚拟变量	控制年度影响

资料来源：国泰安数据库

4.3 模型构建

为了验证本研究的研究假设，我们构建了模型 1、模型 2 和模型 3。

模型 1 的构建用来验证管理层风险偏好和债务融资成本之间的关系。

$$Zwrzcb = \beta_0 + \beta_1 Riskasset + \beta_2 Size + \beta_3 Roa + \beta_4 Tobinq + \beta_5 Rate + \beta_6 Lev + \beta_7 Tang + \beta_8 Cr + \beta_9 Soe + \beta_{10} Dual + \beta_{11} \sum Industry + \beta_{12} \sum Year + \varepsilon_0$$

模型 2 的构建用来验证管理层风险偏好和会计稳健性之间的关系。

$$Cscore = \beta_0 + \beta_1 Riskasset + \beta_2 Size + \beta_3 Roa + \beta_4 Tobinq + \beta_5 Rate + \beta_6 Lev + \beta_7 Tang + \beta_8 Cr + \beta_9 Soe + \beta_{10} Dual + \beta_{11} \sum Industry + \beta_{12} \sum Year + \varepsilon_1$$

模型 3 的构建用来验证会计稳健性的中介作用。

$$Zwrzcb = \beta_0 + \beta_1 Riskasset + \beta_2 Cscore + \beta_3 Size + \beta_4 Roa + \beta_5 Tobinq + \beta_6 Rate + \beta_7 Lev + \beta_8 Tang + \beta_9 Cr + \beta_{10} Soe + \beta_{11} Dual + \beta_{12} \sum Industry + \beta_{13} \sum Year + \varepsilon_2$$

5 实证结果及其分析

5.1 描述性统计分析

本文分别从如下五个角度对各个变量数据分析并做出了具体叙述。

表 2 中已显示, 本文的样本量是 19509 个, 各个变量的取值范围均属于合理区域。根据表中, 我们可知被解释变量: 变量企业债务融资成本(Zwrzcb)。该变量最大值和最小值相差过多, 代表我国不同情况下的公司承受的融资成本也不同, 有的企业为了得到融资愿意并付出了较高的成本费用, 但有的企业付出较少的代价即可获得债务融资, 这显然与管理层对待风险的态度密不可分; 然后是本文的解释变量: 管理层风险偏好(Riskasset)。该变量的均值为 0.152, 表明了我国大部分企业管理层还是持有保守态度; 其最小值几乎为 0, 最大值大于 0.5, 这足以说明在我国不同管理层的风险态度差异过大, 即部分管理层过于保守常常规避风险, 然而个别公司管理层却存在高度风险偏好; 会计稳健性(Cscore)最大值为 0.505, 最小值为-0.161, 故我国上市公司在会计稳健性方面也存在着很大差异, 这同样引发了本文的设想, 即管理层个人风险偏好水平会一定程度上影响会计信息的稳健程度。除此之外, 表中显示企业偿债能力有高有低, 最大值为 0.879, 而最小值接近于 0, 存在此等显著差异, 我们可以认识到偿债能力的高低在一定水平上决定着债务融资所付出的成本大小。

表 5.1 描述性统计分析

变量名	样本量	均值	标准差	最小值	最大值
Zwrzcb	19, 509	0. 00599	0. 0381	-0. 202	0. 0611
Riskasset	19, 509	0. 152	0. 117	0. 00166	0. 541
Cscore	19, 509	0. 00974	0. 0648	-0. 161	0. 505
Size	19, 509	22. 26	1. 298	19. 98	26. 23
Roa	19, 508	0. 0434	0. 0568	-0. 194	0. 211
Tobinq	19, 509	1. 932	1. 133	0. 871	7. 322
Rate	19, 509	0. 221	0. 165	0. 00209	0. 711
Lev	19, 509	0. 432	0. 206	0. 0533	0. 879
Tang	19, 509	0. 376	0. 179	0. 0288	0. 802
Cr	19, 509	2. 388	2. 437	0. 301	15. 96
Soe	19, 509	0. 402	0. 490	0	1
Dual	19, 509	0. 253	0. 435	0	1

资料来源: 国泰安数据库

5.2 相关性分析

本文先对主要相关变量分析得出皮尔森相关系数，为接下来进行线性回归分析得出相关关系显著性。此外，该做法最重要的作用是能够更为直观的观察各变量间的相互作用关系。由下表 5.2 可知，管理层风险偏好与债务融资成本之间的的影响程度为 0.023，且在 1%的水平上显著，这也代表着管理层风险偏好越高，造成应承受的借款代价越大，与本文提出的假设 1 相吻合；公司规模、资产负债率均与债务融资成本支出正相关，说明企业规模以及负债比例较高时，往往会导致企业在实际寻求融资时产生更高的利息费用；然后是会计稳健性量化指标 Cscore 与本文被解释变量 Zwrzcb 呈负相关关系，也就意味着会计信息的稳健程度影响着企业债务融资支付的利息费用，并且是负向关联，即信息足够稳健时给企业带来更少的融资成本，信息不够稳健时导致企业付出更多的贷款费用。这些指标的相关系数方向同样与本文提出的理论假设保持一致性。

表 5.2 主要变量 Pearson 相关系数

	Zwrzcb	Riskasset	Size	Roa	Tobinq	Rate	Lev	Growth	Tang	Cr	Soe	Dual	
Zwrzcb	1												
Risk	0.023***	1											
Cscore	-0.056***	-0.087***	1										
Size	0.250***	-0.180***	0.274***	1									
Roa	-0.247***	-0.014*	-0.021***	-0.027***	1								
Tobinq	-0.166***	0.074***	-0.119***	-0.416***	0.212***	1							
Rate	0.274***	-0.390***	0.118***	0.100***	-0.093***	-0.097***	1						
Lev	0.511***	-0.046***	0.133***	0.526***	-0.366***	-0.303***	0.071***	1					
Tang	0.340***	-0.443***	0.094***	0.195***	-0.167***	-0.167***	0.644***	0.343***	0	1			
Cr	-0.739***	0.014*	-0.077***	-0.357***	0.227***	0.212***	-0.247***	-0.646***	-0.006	-0.314***	1		
Soe	0.147***	-0.200***	0.119***	0.347***	-0.114***	-0.130***	0.203***	0.305***	0.008	0.231***	-0.225***	1	
Dual	-0.115***	0.088***	-0.053***	-0.179***	0.054***	0.073***	-0.101***	-0.146***	-0.003	-0.115***	0.130***	-0.298***	1

注：***、**、*分别代表显著性水平依次为 1%、5%、10%。

5.3 回归结果分析

为了验证本研究所提出的假设 1、假设 2 和假设 3，下文对构建的三个线性模型进行回归分析。表 5.3 显示：第 1 列中 Riskasset 的系数在 1%水平上显著，系数为 0.054，意味着管理层风险偏好水平较高时，债务融资过程中所产生的成本费用也更高，验证了假设 1；第 2 列中 Riskasset 与 Cscore 之间的回归系数是-0.177，且在 1%水平上显著，这表明管理层

风险偏好能够有效地影响会计稳健程度并对其产生的负向作用,这表明管理层越偏好风险越会对会计谨慎性特征造成不利影响,减弱了会计信息的稳健水平,验证了假设2。第3列属于模型3中各变量间的回归分析结果,可看出自变量与因变量间仍然在1%水平上显著正相关,与模型1回归结果不同之处在于该回归系数由原来的0.054减小到0.037,这可以说明会计稳健性指标的存在分流了管理层风险偏好对债务融资成本的作用,并且观察到会计稳健性指标与债务融资成本的相关系数为-0.01,并且呈显著相关关系,足以证明会计稳健性属于这一作用机制中的中介变量。总而言之,由于管理层风险偏好在一定程度上降低了会计稳健性,造成债权人提高了对企业融资的定价标准,从而给企业带来较高的融资费用。故得出,由模型1证明了解释变量的存在提高了被解释变量的结论,然后模型2验证了解释变量降低了会计稳健性这一变量,接着利用模型3的回归结果证明了本文假设3的设想是正确的,并且通过对比分析模型1和模型3回归结果,更进一步验证了会计稳健性在管理层风险偏好影响债务融资成本作用机制中起到了中间传导作用,确定了会计稳健性的中介效应。此外,回归结果还显示有形资产比例更大、资产负债率更高、企业成长性更好的公司债务融资成本支出更多。Tobinq的系数为负,意味着企业投资回报率较高时会抑制其融资费用的发生。

表 5.3 回归结果表

变量名	模型1 Zwrzcb	模型2 Cscore	模型3 Zwrzcb
Riskasset	0.054*** (18.53)	-0.177*** (-4.51)	0.037*** (20.54)
Cscore			-0.010*** (-3.10)
Size	-0.004 (-1.17)	0.133*** (31.28)	0.000 (0.47)
Roa	-0.030*** (-6.53)	-0.148** (-2.05)	-0.027*** (-8.19)
Tobinq	-0.000 (0.20)	-0.000 (-0.05)	-0.000*** (-3.90)
Rate	0.003 (0.84)	0.432*** (11.79)	0.040*** (23.98)
Lev	0.013***	-0.048	0.051***

(6.00) (-1.64) (36.10)

注：***、**、*分别代表显著性水平依次为 1%、5%、10%.

续表 5.3 回归结果表

变量名	模型1	模型2	模型3
	Zwrzcb	Cscore	Zwrzcb
Tang	0.037*** (12.80)	-0.091** (-2.48)	0.022*** (13.31)
Cr	-0.010*** (-127.46)	0.003** (2.29)	-0.004*** (-67.23)
Soe	-0.003*** (-5.01)	0.031*** (3.03)	-0.004*** (-7.71)
Dual	-0.002*** (-3.55)	0.004 (0.37)	-0.003*** (-5.16)
Industry	控制	控制	控制
Year	控制	控制	控制
Constant	0.019*** (2.58)	-2.832*** (-31.19)	0.028*** (-6.62)
Obs	19,252	19,252	19252
F test	0	0	0
AdjR ²	0.585	0.0782	0.473
F	296	182.4	1442

注：***、**、*分别代表显著性水平依次为 1%、5%、10%.

5.4 进一步研究

鉴于管理层风险偏好对债务融资成本的负面影响，考虑到如何对该负面影响结果进行有效管控，于是本文进一步分析了货币政策、产权性质均可以作为管理层风险偏好影响债务融资成本的管控因素，旨在强化上市公司在进行债务融资决策过程中充分考虑外部宏观货币政策以及自身属性的认知，结合内外部相关影响因素做出针对性、合理性决策行为，以减少管理层风险偏好带来融资方面的经济后果。

5.4.1 不同货币政策条件下管理层风险偏好与债务融资成本

近年来，我国金融行业发展屡屡受阻，也严重影响了经济的发展，其中很重要的原因就是企业融资过程时常受到政府各种干预行为，如此一来，企业面临融资约束难题已然成

为困扰着我国企业快速成长的原因。然而货币政策一直以来被认为是能够有效缓解企业融资难、成本高等约束问题的主要手段（何捷，2017）。已有研究表明货币政策会作用于企业的投融资行为，故此，在不同的货币政策宽松度下，企业经理人面对风险的态度造成融资费用的高低会有所差异。近些年来不少学者发现，货币政策处于宽松阶段，此时银行等金融机构持有放贷放宽态度，通过减少借款方审批条件、简化流程等环节，极大程度上影响了企业的融资难易程度，解决部分企业融资难题（金鹏辉等，2014）。从风险承担传导理论可知，当央行发行的金融性政策趋于收窄时，银行能够承受的风险水准会很低，使得企业贷款的可获得性随之降低，想要获得融资就必须付出更大的代价。不难想到，管理层比较偏好风险，带来不确定性的经营风险，加之金融政策呈收窄趋势，这些负面信息一旦传递给了债权人，就会增加对贷款企业的审批程序和要求，这样会给企业带来更多的融资约束，也提高了企业进行融资的难度，企业的融资成本随之增加；而货币政策相对放宽时会促使金融机构敢于承担更大的风险，使其提高了自身风险承受标准，降低了对借款人的审批要求，这可达到银行面对企业管理层风险性行为时并不会过度担忧的效果，有力降低因风险承担而向企业要求的高融资利率，易于满足企业获得预期贷款需求。

综上，货币政策宽松时，管理层风险偏好对债务融资成本的影响更弱。

为了验证货币政策对管理层风险偏好与债务融资成本的影响研究，本文借鉴李志军（2011）和代冰彬（2015）在文中的做法，采用当年度 MP=货币供给量（M2）增长率与国内生产总值增长率 GDP 和消费者物价指数 CPI 作差，衡量货币政策宽松度这一指标。由于该指标的中位数是 2.5，大于等于 2.5 的 2010、2012、2013、2014、2015、2016 年份可作为货币政策宽松组，而小于 2.5 的 2011、2017、2018、2019 年份可作为货币政策紧缩组。为了验证货币政策对管理层风险偏好与债务融资成本的正相关性影响产生的差异，本文构建了模型 4：

$$Zwrzcb = \beta_0 + \beta_1 Riskasset + \beta_2 MP + \beta_3 Size + \beta_4 Roa + \beta_5 Tobinq + \beta_6 Rate + \beta_7 Lev + \beta_8 Tang + \beta_9 Cr + \beta_{10} Soe + \beta_{11} \sum Industry + \beta_{12} \sum Year + \varepsilon_3$$

本文采用两组数据分别回归方法，对进一步研究中所提问题作出了验证。由表 5.4 中 Model5（宽松组）列可知，在货币政策呈放宽趋势时，自变量与因变量之间的斜率为 0.03；而在货币政策紧缩时，两变量间的斜率为 0.04 且在 1%的水平上显著。很显然，0.03<0.04，这表明了与货币政策紧缩相比，货币政策宽松更为有效地缓解了管理层风险偏好对债务融资成本的促进作用。所以通过进一步分析验证了所提出的研究问题，得到了以下结论：当货币政策紧缩时，管理层风险偏好对债务融资成本的影响更为显著。

表 5.4 进一步检验回归结果表

变量名	Model5 (宽松组)	Model5 (紧缩组)
	Zwrzcb	Zwrzcb
Riskasset	0.03*** (12.61)	0.04*** (10.23)
Size	0.000 (0.86)	-0.000 (-0.63)
Roa	-0.047*** (-8.35)	-0.028*** (-5.26)
Tobinq	0.001*** (3.21)	0.000 (1.37)
Rate	0.018*** (8.97)	0.022*** (6.52)
Lev	0.005** (2.54)	0.024*** (8.82)
Tang	0.028*** (13.82)	0.026*** (7.81)
Cr	-0.012*** (-84.68)	-0.007*** (-68.12)
Soe	-0.003*** (-5.32)	-0.005*** (-5.51)
Dual	-0.002*** (-3.47)	-0.002*** (-2.74)
Industry	控制	控制
Year	控制	控制
Constant	0.008 (1.26)	0.002 (0.24)
Obs	9,634	9,618
F test	0	0
AdjR ²	0.653	0.444
F	1651	698.9

注：***、**、*分别代表显著性水平依次为 1%、5%、10%。

5.4.2 不同产权性质条件下管理层风险偏好与债务融资成本

基于我国独特的政治环境背景，使得国有企业债务融资成本不高，主要是因为企业所有权性质差异会造成其融资难易程度有所不同（金鹏辉等，2014）。国有公司中，债权人 为其提供融资时更看重其政治背景，也正因为国有企业有着政府所提供的便利，使得对管理个人特质评估重视度大大下跌。事实上，具有政治关系的公司处于紧缩的货币政策环境，亦或者管理层自利行为导致企业会计稳健性下降时，有贷款需求时仍具有较强的融资能力（段云和国瑶，2012）。这是因为国有企业在因管理层风险偏好陷入财务困境时，债权人 仍然认为它能够得到政府的援助，不至于出现破产清算状况；相反地，民营企业在陷入财务危机时，缺少政府帮助的情况下，经营风险比着国有企业会更大，严重时会发生破产，当企业管理层偏好风险带给企业较低的信用评级时，债权人会过度担忧资金回款，会进一步加大债务人取得融资的成本，过度危机时甚至不予贷款。归根结底，国有企业自带光环，使得债务融资相对容易，在管理层开展高风险高收益项目时，银行等债权人依然会相信能够取得高额利息，不会过分提高管理层风险行为带来的债务融资成本；而民营企业则不同，自身处于融资劣势即民营信贷歧视致使其债务融资难，若想得到更多融资就必须提供更高的债务融资成本。也就是说，国有企业高管偏好风险时，即使银行等债权人提高其贷款利息，相比较民营企业而言，力度也相对较小。总之，当企业管理层同属于风险青睐型时，银行等债权人会向民企提出更高的要求，这些表现在索要更高标准的融资利率及利息费用，却向国企按照更低标准收取成本。

综上，在国有企业中，管理层风险偏好对债务融资成本的影响更弱。

为了验证在不同产权性质条件下管理层风险偏好与债务融资成本的正相关性产生的差异，本文构建了模型 5，将全部研究样本分成国企和民企两组样本数据，模型中其余变量均保持一致。

$$\text{Zwrzcb} = \beta_0 + \beta_1 \text{Riskasset} + \beta_2 \text{Size} + \beta_3 \text{Roa} + \beta_4 \text{Tobinq} + \beta_5 \text{Rate} + \beta_6 \text{Lev} + \beta_7 \text{Tang} + \beta_8 \text{Cr} + \beta_9 \text{Soe} + \beta_{10} \text{Dual} + \beta_{11} \sum \text{Industry} + \beta_{12} \sum \text{Year} + \varepsilon_4$$

由表 5.5 可知，国有企业中管理层风险偏好与债务融资成本的相关系数为 0.017，然而在民营企业中二者相关系数为 0.066，虽然回归系数在同一显著水平上相等，但这也意味着这意味着在国有企业中，由管理层风险偏好给企业带来较高的债务融资成本可能性不大，这是因为即使国企高管倾向于投资风险高的项目，债权人仍会考虑到国企政治关系的优越性，对其贷款成本的提升并不敏感；相反，一旦民营企业管理层风险偏好，银行对该类型企业将会采取大幅度提高债务融资成本，因为民营企业不存在政府担保，使得债权人表现

得极为敏感，以保障自身利益免于受损，资金能够及时回款。

表 5.5 分样本检验结果表

变量名	国有组 Zwrzcb	民营组 Zwrzcb
Riskasset	0.017*** (6.23)	0.066*** (15.23)
Size	-0.001*** (-4.66)	-0.000 (-0.27)
Roa	-0.037*** (-6.20)	-0.029*** (-4.62)
Tobinq	-0.000* (-1.92)	0.000 (0.37)
Rate	0.014*** (7.16)	0.008 (1.49)
Lev	0.008*** (3.88)	0.017*** (5.11)
Tang	0.024*** (11.23)	0.043*** (9.29)
Cr	-0.010*** (-61.23)	-0.010*** (-99.57)
Dual	0.000 (0.52)	-0.003*** (-3.05)
Industry	控制	控制
Year	控制	控制
Constant	0.036*** (6.80)	0.003 (0.25)
Obs	7,673	11,581
F test	0	0
AdjR ²	0.490	0.595
F	820.5	194.2

注：***、**、*分别代表显著性水平依次为 1%、5%、10%。

结合以上国有和民营企业数据的回归结果，我们可以得出以下结论：在国有企业中，由于债权人更看重企业政治背景，导致因会计稳健性下降带来的债务融资成本影响不大，有效缓解了自变量和因变量之间的相关关系，即可以有效减弱由管理层风险偏好增加债务融资成本的经济后果；在民营企业中，因会计稳健性下降带来的债务融资成本影响较大，管理层风险偏好会给企业带来更多的债务融资成本，给民营企业产生较为严重的经济后果。

5.5 稳健性检验

5.5.1 替换变量检验

为了保证结论具有较高稳健性，本文借鉴张凤丽和陈娇娇（2020）的做法，将管理层风险偏好的代理变量风险资产比例这一连续变量设置为虚拟变量，作为其替代变量。即当 i 公司第 t 年持有的风险资产高于行业内平均值时将其设置为 1，否则为 0。依次将前文线性回归模型代入验证，分组回归结果如表 5.7 所示。由表 5.7 可知，模型 1 列显示风险资产代理变量和债务融资成本呈显著正相关，与假设 1 保持一致，说明研究结果足够平稳；模型 2 列中显示自变量在 1% 水平上显著负向影响会计稳健性，回归系数为 -0.029，与假设 2 保持一致；根据表中模型 3 列显示，风险资产代理变量和债务融资成本仍然处于显著正相关，并且会计稳健性对债务融资成本的影响系数是 -0.006 且在 5% 水平显著，再者相比模型 1，自变量和因变量的相关系数更小，这与中介效用的验证机理相吻合，则该结果再次证实了假设 3 中会计稳健性的中介效应。因此，回归检验结果正好与前文假设相一致，表明了本文的研究结论较为平稳。

表 5.7 稳健性检验结果表

变量名	模型1	模型2	模型3
	Zwrzcb	Cscore	Zwrzcb
Mriskasset	0.010*** (21.75)	-0.029*** (-3.08)	0.006*** (15.33)
Cscore			-0.006** (-2.10)
Size	-0.000 (-1.60)	0.134*** (31.49)	-0.000 (-0.95)
ROA	-0.026*** (-7.82)	-0.149** (-2.07)	-0.032*** (-10.91)
TobinQ	-0.000*** (-3.95)	-0.000 (-0.06)	0.000 (1.23)
Rate	0.023*** (9.90)	0.435*** (11.90)	0.018*** (11.75)
Lev	0.056*** (38.62)	-0.052* (-1.77)	0.013*** (9.69)
Tang	0.024*** (11.72)	-0.084** (-2.33)	0.021*** (14.59)
Cr	-0.004*** (-66.36)	0.003** (2.33)	-0.010*** (-100.85)

注：***、**、*分别代表显著性水平依次为 1%、5%、10%。

续表 5.7 稳健性检验结果表

变量名	模型1	模型2	模型3
	Zwrzcb	Cscore	Zwrzcb
Soe	-0.004*** (-7.56)	0.034*** (3.31)	-0.004*** (-9.47)
Dual	-0.002*** (-5.05)	0.003 (0.32)	-0.002*** (-4.36)
Constant	-0.011** (-2.10)	-2.865*** (-31.70)	0.012*** (11.92)
Observations	19,252	19,252	19,253
F test	0	0	0
AdjR ²	0.501	0.0777	0.570
F	211.5	181.1	2553

注：***、**、*分别代表显著性水平依次为 1%、5%、10%。

5.1.2 内生性检验

本文的研究可能存在潜在的内生性问题，被解释变量债务融资成本与解释变量管理层风险偏好有可能发生互为因果关系，即企业债务融资成本承担的越少，公司管理层越有可能提升对风险的偏好倾向。这一内生性问题对本文的研究结论可能造成失之偏颇，于是本文采用对解释变量管理层风险偏好滞后一期的做法，展开实证回归分析，以解决这一潜在的问题。如表 5.8 所示，线性回归结果仍然与本文所提出的假设相吻合。并且从第 3 列属于模型 3 中各变量间的回归分析结果中，可看出风险资产滞后一期的代理变量和债务融资成本仍然处于显著正相关，并且会计稳健性对债务融资成本的影响系数仍然是-0.006 且在 5%水平显著，再者相比模型 1 回归结果，自变量对因变量系数较小，其对应的影响程度也相对更小，这与中介效用的验证机理再次吻合，该检验结果再次验证了会计稳健性在本研究中充当中介变量。

表 5.8 稳健性检验结果表

变量名	模型1	模型2	模型3
	Zwrzcb	Cscore	Zwrzcb
L. riskasset	0.046*** (15.03)	-0.241*** (-4.88)	0.039*** (18.12)
Cscore			-0.006** (-1.97)
Size	-0.000 (-1.09)	0.135*** (25.84)	-0.000** (-2.28)
ROA	-0.037*** (-7.64)	-0.146 (-1.62)	-0.028*** (-7.80)
TobinQ	-0.000 (-0.58)	-0.003 (-1.00)	-0.001*** (-5.31)
rate	-0.001 (-0.40)	0.49*** (11.17)	0.036*** (20.58)
Lev	-0.004* (-1.79)	-0.022 (-0.58)	0.040*** (25.17)
Growth	-0.000 (-0.13)	-0.131*** (-2.97)	-0.000 (-0.52)
Tang	0.030*** (10.26)	0.001*** (3.50)	0.019*** (10.90)
Cr	-0.012*** (-111.47)	0.003 (1.30)	-0.005*** (-61.61)
Soe	-0.004*** (-5.90)	0.035*** (2.86)	-0.004*** (-7.79)
Dual	-0.001 (-1.45)	-0.005 (-0.40)	-0.001*** (-2.65)
Industry	控制	控制	控制
Year	控制	控制	控制
Constant	0.039*** (5.29)	-2.884*** (-25.64)	-0.004 (-0.80)
Obs	14,286	14,286	14,286
F test	0	0	0
AdjR ²	0.589	0.0810	0.476
F	228.0	140.8	1084

注：***、**、*分别代表显著性水平依次为 1%、5%、10%。

6 研究结论与展望

6.1 研究结论

本文从管理层风险偏好角度研究了企业债务融资成本问题。首先是通过实证模型检验了本文的主假设，即管理层偏好风险程度高，企业债务融资成本开支更多；其次是检验并验证了管理层风险偏好会降低企业会计信息的稳健程度，这一负面信息一定程度上阻碍了企业进行债务融资活动；然后借助实证模型检验并研究发现：会计稳健性能够作为管理层风险偏好影响债务融资成本的传导桥梁，起到了部分中介作用。进一步分析了货币政策宽松度对管理层风险偏好与债务融资成本之间关系的影响，研究发现了货币政策宽松度有效缓解了管理层风险偏好对债务融资成本的促进作用；此外，深入剖析了不同产权性质下管理层风险偏好与债务融资成本的正相关性影响产生的差异，发现国有企业中管理层风险偏好对债务融资成本的影响较弱。

6.2 政策建议

根据研究结论，相应地提出如下建议：

第一，从企业内部治理层面，应加大对管理层的监督力度。首先，企业所有者作为公司的重要成员，务必执行自身应完成的工作和义务，加强对管理层的监督，防止其盲目地谋取高收益而做出不合理行为，只有这样才能使管理层在做出相关决策时能够理性考虑股东以及公司的利益，减少经理人的投机行为。然后，企业投资者要充分发挥能够起到的作用，配合所有者共同监督管理者，做到有效遏制公司经理人的不合理行为，起到良好保障公司内部自身利益。

第二，从银行等债权人公司外部层面，应建立有效的贷款风险评估制度。一方面，良好的风险评估制度使得银行能最大限度的了解到贷款企业的真实经营状况，以得知对外提供贷款的收款风险程度，进而能够帮助自身做出贷款的有关决策。另一方面，有效的贷款风险评估制度更要求银行能做到理性分析企业经营状况，在掌握了贷款企业存在一定的经营风险时，也不能盲目认为收款风险大，产生不乐观的看法。此时应该适当关注该贷款企业的会计信息的稳健程度，因为有些管理者基于自身声誉以及企业良好发展考虑，为了获取高收益会进行更多的创新研发，这类企业往往具备良好的发展前景，并且对公司日常经营业务把关非常严格，对这类企业提供融资也是良好的选择。换句话说，银行的债权人对

外部提供融资时要借助会计信息质量，理性做出提供贷款决策。

第三，从政府监管层面，应加大国有企业监管力度，提升监管效率。由于国有企业在寻求融资时常带有“懒惰情绪”，相比民营企业来说缺乏积极态度，长此以往，使其会被贴上负面标签，不利于自身良性发展。因此，政府监管部门理应制定完整的法条，使得各部门监督管理工作有法可依，各级监管机构才能有效规范国有企业行为，做到监督成效得到显著提升。

6.3 研究不足及未来展望

6.3.1 研究不足

本文旨在探讨管理层风险偏好、会计稳健性以及债务融资成本之间的关系，在撰写该命题时，受部分条件限制以及作者个人写作能力等方面的影响，使得文章内容仍存在不足之处，现将其列示如下，希望今后学者继续深入研究和改进该问题。

第一，研究内容的局限性。本文借阅了大量文献致力于展开管理层个人心理特征与企业债务融资成本之间的探究，但仅考查了管理层风险态度对债务融资成本的影响，而由于个人研究水平局限性，忽略了如个人自信等管理层其他方面的心理特征对债务融资成本产生的影响进行深层次分析。

第二，解释变量度量方法的不完善。学界对管理层风险偏好的衡量缺乏统一的标准，各个研究仅采用自身考量的方法，加大了学界对该变量的度量难度。限于文章篇幅以及数据获取层面的影响，本文采用的风险资产占比法仅能够解释自变量，无法做到完全代替程度。

第三，中介变量的度量可能存在误差。本文对会计稳健性采取的度量方法是 C-Score 模型法，虽然该方法已经被国内外多数学者所运用，但考虑到我国特殊的国情以及资本市场仍不完善，难免会存在统计数据方面的结果偏差。

6.3.2 未来展望

第一，丰富管理层心理特征方面的影响研究。将来的研究可从多角度分析管理层心理特征对债务融资方面产生的影响，深层次探讨企业债务融资受个人心理行为的影响原因，对风险、自信、性格等方面开展分组分析，完善该领域的研究框架，这为今后的研究提供了方向。

第二，针对管理层风险偏好构建统一的衡量标准。管理层风险偏好度量方法不一致，

致使研究学者众说纷纭，如何打破这一度量方法局限，有待今后持续深究。

第三，完备数据使得研究结果更具权威。伴随着我国资本市场体系的逐步完善，更能够减少样本数据的缺失，未来的理论研究将充分利用市场条件，创新性地提出更权威的研究结果。

参考文献

- [1] Arrow K J. The theory of risk-bearing: Small and great risks[J].1996, 12(2-3):103-111.
- [2] Binswanger H P . Attitudes Toward Risk: Experimental Measurement in Rural India[J]. American Journal of Agricultural Economics, 1980, 62(3):395-407.
- [3] Bliss R T, Potter M E, Schwarz C. Decision making and risk aversion in the Cash Cab[J]. Journal of Economic Behavior & Organization, 2012, 84(1):163-173.
- [4] Cason T N, Mui V L . A laboratory study of group polarisation in the team dictator game[J]. The Economic Journal, 1997, 107(444):1465-1483.
- [5] Cheng Q, Warfield T D. Equity Incentives and Earnings Management[J]. Accounting Review, 2005, 80(2):441-476.
- [6] Faccio M, Marchica M T, Mura R. CEO gender and corporate risk-taking. Unpublished Working Paper[J]. Social Science Electronic Publishing, 2014, 39:193-209.
- [7] Greenwald S E, Berry C L, Kay P H , et al. Modified Blalock-Taussig operation using polytetrafluoroethylene (Impra) grafts[J]. Heart (British Cardiac Society), 1984, 52(5):594-595.
- [8] Harry, DeAngelo, and, et al. Optimal capital structure under corporate and personal taxation - ScienceDirect[J]. Journal of Financial Economics, 1980, 8(1):3-29.
- [9] Hilary B G. Accounting Quality and Firm-Level Capital Investment[J]. Accounting Review, 2006, 81(5):963-982.
- [10] Hsee Christopher K.,Weber Elke U.. A fundamental prediction error: Self-others discrepancies in risk preference.[J]. Journal of Experimental Psychology: General,1997,126(1):166-188.
- [11] Jensen M C, Meckling W H. Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs,and Ownership Structure[M]. Springer Netherlands, 1979.
- [12] John D. Knopf,Jouahn Nam,John H. Thornton Jr.. The Volatility and Price Sensitivities of Managerial Stock Option Portfolios and Corporate Hedging[J]. The Journal of Finance,2002,57(2):160-200.
- [13] John R. Graham,Campbell R. Harvey,Manju Puri. Managerial attitudes and corporate actions[J]. Journal of Financial Economics,2013,109(1):230-260.
- [14] Juan Manuel García Lara, Beatriz García Osma, Penalva F . Accounting conservatism and corporate governance[J]. Review of Accounting Studies, 2009, 14(1):161-201.

- [15] Lee S Y, Yi F C. Extending the Maturity of a Defaulting Debt — The Longstaff Model Revisited[J]. Review of Pacific Basin Financial Markets & Policies, 2009, 12(1):125-140.
- [16] MD Cain, Mckeon S B. CEO Personal Risk-Taking and Corporate Policies[J]. Social Science Electronic Publishing, 2012(2):200-224.
- [17] Robert F & Alfred Wagenhoferb. Optimal Precision of Accounting Information in Debt Financing[J]. European Accounting Review, 2010, 19(3):579-602.
- [18] Robert, Gibbons, Kevin, et al. DOES EXECUTIVE COMPENSATION AFFECT INVESTMENT? [J]. Journal of Applied Corporate Finance, 1992(3):188-210.
- [19] Slovic P, Peters E, Finucane M L, et al. Affect, risk, and decision making[J]. Health Psychology, 2005, 24(4, Suppl):Jul, 2005, S35-S40.
- [20] Sun Qi. Why Does Cash Coexist with Unused Lines of Credit?[J]. Social Science Electronic Publishing, 2013(3):167-173.
- [21] Thakor A V, Goel A M. Rationality, overconfidence and leadership[J]. Social Science Electronic Publishing, 2000(3):256-290.
- [22] Umstead D A. Papers and Proceedings of the Thirty-Fifth Annual Meeting of the American Finance Association, Atlantic City, New Jersey, September 16-18, 1976 || Forecasting Stock Market Prices[J]. The Journal of Finance, 1977, 32(2):427-441.
- [23] Watts, R. L., 2003a, Conservatism in Accounting PartI:Explanations and Implications, Accounting Horizons, 17(3), 207-221.(05):60-69.
- [24] 陈爱华.股权分置改革、会计稳健性与资本成本[J].南京审计学院学报,2015,12(03):72-80.
- [25] 代冰彬,岳衡. 货币政策、流动性不足与个股暴跌风险[J]. 金融研究, 2015(7):17.
- [26] 邓玛,刘怡婷,姜翔程.我国上市公司管理层过度自信对会计稳健性的影响[J].世界科技研究与发展,2016,38(01):199-205.DOI:10.16507/j.issn.1006-6055.2016.01.040.
- [27] 段云,国瑶.政治关系、货币政策与债务结构研究[J].南开管理评论,2012,15(05):84-94.
- [28] 盖地,胡国强.税收规避与财务报告成本的权衡研究——来自中国2008年所得税改革的证据[J].会计研究,2012(03):20-25+94.
- [29] 高鹤,李旻文,高峰. 基金经理风险偏好、投资风格与基金业绩——基于性别个人特征的视角[J]. 投资研究,2014,33(05):82-96.
- [30] 龚光明,曾照存. 公司特有风险,管理者风险特质与企业投资效率——来自中国上市公司的经验数据[J]. 经济与管理研究, 2013, 000(011):67-75.

- [31] 龚光明,曾照存.公司特有风险、管理者风险特质与企业投资效率——来自中国上市公司的经验数据[J].经济与管理研究,2013(11):67-75.
- [32] 韩静,陈志红,杨晓星.高管团队背景特征视角下的会计稳健性与投资效率关系研究[J].会计研究,2014(12):25-31+95.
- [33] 韩晓梅,周玮.客户业绩波动与审计风险防范:信息鉴证还是保险功能?[J].会计研究,2013(9):7.
- [34] 郝东洋,张天西.股利政策冲突、稳健会计选择与公司债务成本[J].经济与管理研究,2011(02):72-80.
- [35] 何捷,张会丽,陆正飞.货币政策与集团企业负债模式研究[J].管理世界,2017(05):158-169.
- [36] 何瑛,吕高宇,周慧琴.管理者财务经历、风险偏好与资本结构动态调整[J].财务研究,2017
- [37] 侯巧铭,张喆,宋力.管理层过度自信对会计稳健性影响的实证研究[J].沈阳工业大学学报(社会科学版),2015,8(02):160-167.
- [38] 黄勇.军人CEO从军经历对其企业激进投融资行为的影响研究[D].中南大学,2012.
- [39] 贾菡.董事会特征与高管薪酬的研究[D].西南财经大学,2011.
- [40] 金豪,夏清泉.上市公司管理者风险偏好与公司非效率投资——基于国有企业与非国有企业的比较分析[J].上海对外经贸大学学报,2017,24(02):61-71.
- [41] 金鹏辉,张翔,高峰.货币政策对银行风险承担的影响——基于银行业整体的研究[J].金融研究,2014(02):16-29.
- [42] 孔晨,陈艳.风险偏好、过度自信与国有企业管理层职务舞弊倾向研究[J].山西财经大学学报,2016,38(02):77-87.
- [43] 李广子,刘力.债务融资成本与民营信贷歧视[J].金融研究,2009(12):137-150.
- [44] 李怀祖,于阳.理性定价与非理性定价——中国A股市场溢价成因研究[J].山西财经大学学报,2006,(05):104-110.
- [45] 李琳娜.会计稳健性,管理层过度自信与企业债务融资[J].财会通讯:下,2017(9):4.
- [46] 李青原.会计信息质量、审计监督与公司投资效率——来自我国上市公司的经验证据[J].审计研究,2009(4):10.
- [47] 李姝,谢晓嫣.民营企业的社会责任、政治关联与债务融资——来自中国资本市场的经验证据[J].南开管理评论,2014(6):12.
- [48] 李伟.企业家风险偏好对企业投资决策行为的影响研究[D].首都经济贸易大学,2014.
- [49] 李希富,关俊棒.管理层风险偏好对债务融资成本的影响研究[J].吉林工商学院学报,2021,37(06):40-7.
- [50] 李烜,阳镇,张雅倩.为什么投资者的主客观风险偏好存在差异——来自CHFS的微观证据[J].南方经

- 济,2015(11):16-35.
- [51] 李延喜,付洁,李鹏峰,冯宝军.风险偏好实验研究综述[J].科技与管理,2009,11(05):34-37.
- [52] 李志军,王善平.货币政策、信息披露质量与公司债务融资[J].会计研究,2011(10):56-62+97.
- [53] 林晚发,李国平,何剑波,等.媒体监督与债务融资成本——基于中国发债上市公司的经验证据[J].中国会计评论,2014,12(3):20.
- [54] 刘嫦,袁琳.会计稳健性经济后果研究——基于公司再贷款业务视角[J].财会月刊(中),2010(6):3.
- [55] 刘运国,吴小蒙,蒋涛.产权性质、债务融资与会计稳健性——来自中国上市公司的经验证据[J].会计研究,2010(1):8.
- [56] 罗正英,周中胜,詹乾隆.中小企业的银行信贷融资可获性:企业家异质特征与金融市场化程度的影响[J].会计研究,2010(6):7.
- [57] 吕明晗,徐光华,沈弋,钱明.异质性债务治理、契约不完全性与环境信息披露[J].会计研究,2018(05):67-74.
- [58] 毛新述,戴德明.会计制度变迁与盈余稳健性:一项理论分析[J].会计研究,2008(09):26-32+95. 潜丽清.产权性质、管理者风险偏好与企业投资效率[D].浙江财经大学,2016.
- [59] 饶艳超,胡奕明.银行信贷中会计信息的使用情况调查与分析[J].会计研究,2005(04):36-41+94-95.
- [60] 商玉明.高管团队特征、企业风险承担与财务困境[J].人力资源管理,2017(1):2.
- [61] 史永东,苏雪欣,李竹薇.不同类型投资者对年报信息反应——基于深圳股票市场的实证研究[A].中国管理现代化研究会.第五届(2010)中国管理学年会——金融分会场论文集[C].中国管理现代化研究会:中国管理现代化研究会,2010:21.
- [62] 孙刚.控股权性质、会计稳健性与不对称投资效率——基于我国上市公司的再检验[J].山西财经大学学报,2010,32(05):74-84.
- [63] 孙光国,赵健宇.产权性质差异、管理层过度自信与会计稳健性[J].会计研究,2014(05):52-58+95.
- [64] 汤颖梅,王怀明,白云峰.CEO特征、风险偏好与企业研发支出——以技术密集型产业为例[J].中国科技论坛,2011(10):89-95.
- [65] 唐清泉,甄丽明.管理层风险偏爱、薪酬激励与企业R&D投入——基于我国上市公司的经验研究[J].经济管理,2009,31(05):56-64.
- [66] 王滨.风险偏好改变、多重均衡与危机传染[J].南开经济研究,2005(01):86-90.
- [67] 王东清,周新.CEO权力、会计稳健性与债务融资[J].财会通讯,2020(13):25-30+76.
- [68] 韦继山.企业生命周期视角下管理者风险偏好对债务融资的影响[D].湖南大学,2015.
- [69] 薛求知,黄佩燕,鲁直.行为经济学理论与应用[M].上海:复旦大学出版社,2003:15-18.

- [70] 杨琨, 顾颖, 赵嘉仁. 高管异质性对企业过度投资的影响研究--基于薪酬差距的中介效应[J]. 中国石油大学学报: 社会科学版, 2019, 35(4):11.
- [71] 叶康涛, 张然, 徐浩萍. 声誉、制度环境与债务融资——基于中国民营上市公司的证据[J]. 金融研究, 2010(8):13.
- [72] 张丽君. 区块链信息技术、管理层风险偏好与企业内部审计增值[J]. 财会通讯, 2021(09):72-76.
- [73] 张添翼. 税收政策、股权结构与董事会特征对会计稳健性的影响——基于问卷调查的实证研究[J]. 中国注册会计师, 2015(03):50-54. DOI:10.16292/j.cnki.issn1009-6345.2015.03.026.
- [75] 张雪. 企业债务融资成本的影响因素分析[J]. 投资与创业, 2020, 31(21):118-120.
- [76] 张应语, 李志祥. 基于管理风险偏好量表的管理风险偏好实证研究——以大型国有企业管理人员为例[J]. 中国软科学, 2009(04):175-184.
- [77] 张悦玫, 张芳, 李延喜. 会计稳健性、融资约束与投资效率[J]. 会计研究, 2017(09):35-40+96.
- [78] 张兆国, 刘永丽, 谈多娇. 管理者背景特征与会计稳健性——来自中国上市公司的经验证据[J]. 会计研究, 2011(07):11-18+97.
- [79] 赵振洋, 王丽琼, 杨建平. 宏观货币政策、会计稳健性与债务融资成本——基于中国 A 股上市公司
- [80] 郑登津, 闫天一. 会计稳健性、审计质量和债务成本[J]. 审计研究, 2016(02):74-81.
- [81] 郑荣鸣. 中外企业融资结构比较分析[J]. 会计研究, 2004(07):67-71.
- [82] 周玮, 徐玉德. 会计稳健性与公司债务融资行为研究[J]. 财政研究, 2014, 000(007):72-75.
- [83] 周业安, 左聪颖, 袁晓燕. 偏好的性别差异研究:基于实验经济学的视角[J]. 世界经济, 2013(7):25.
- [84] 朱为众. 如何驾驭中国经济三套车[J]. 新财富, 2010(1):3.
- [85] 赵振洋, 王丽琼, 杨建平. 宏观货币政策、会计稳健性与债务融资成本——基于中国 A 股上市公司的实证研究[J]. 会计与经济研究, 2017, 031(006):64-78.
- [86] 祝继高. 会计稳健性与债权人利益保护——基于银行与上市公司关于贷款的法律诉讼的研究[J]. 会计研究, 2011, 000(005):50-57.

后记

时光飞逝，光阴荏苒。一转眼，三年的研究生学习生活已接近尾声，回首过往的三年时光，自己遇到了许多困难挫折，总能受到学校老师、同学、朋友和家人的指导、支持和帮助，在这里，我表示衷心的感谢之情。这三年时间里，我成长了很多。

论文完成首先要感谢我最敬爱的李希富导师，从论文选题、框架拟定、内容撰写以及最后的定稿都离不开导师的悉心指导。在三年的研究生学习和生活中，指导态度严谨认真，私下交流平易近人，无论在工作还是学习中遇到了难题，我都会第一时间向您请教，您总能在百忙之中开导我，引导着我前进的方向，激励着我不断进取。博学多识、严谨负责、严格治学的工作作风令我由衷钦佩，跟着您学习的三年内我学到了许多，您永远是我学习的榜样！

然后，我要真心感谢朱泽钢老师的谆谆指导，是您为我们学术型研究生提供了一个学术研讨平台，让我们这些学术小白能够每周定期与学院老师们一起学习交流，这对于我个人学术水平的提升起到了十分重要作用。在论文开题及答辩临近之际我频频向您请教和交流文章内容及想法，您总是耐心细致的为我解答，您对学生学术能力的重视培养和负责态度使我由衷的钦佩感谢！

同时，还要感谢 2019 级会计学硕的同学们，多谢你们的相互帮助给予我力量，感恩那些在一起研讨学习的美好时光；感谢优秀的师门兄弟姐妹们，感谢你们平日里对我学习生活上的照顾；感谢三年里陪伴着我成长、下课路上谈笑风生的小伙伴们，多亏有了你们的关心和支持，使我有直面挫折、勇于前行的决心。

特别感谢我的家人和朋友们，感谢你们一直以来对我学业的理解和支持！