

DOI: 10.16538/j.cnki.fem.20240524.202

# 识不足则多虑,信不足则多言:信任与债券契约条款

邱保印<sup>1</sup>, 曹万彬<sup>1</sup>, 黄健军<sup>2</sup>

(1. 杭州电子科技大学 会计学院, 浙江 杭州 310018; 2. 上海财经大学 商学院, 上海 200433)

**摘要:** 制订适当的债券契约条款是对债权人和发债人之间剩余控制权配置的一种手段。本文以2007年至2022年在A股上市发行的公司债券数据为样本,检验社会信任是否减少了企业债券契约条款使用。研究发现,社会信任可以减少公司债券中契约条款的数量,经过工具变量法(IV)、子样本双重差分法(DID)等一系列稳健性检验后结果仍然成立。机制检验表明,社会信任通过增加企业的融资能力、缓解股东和债权人之间的代理冲突,以及降低企业的道德风险水平,进而抑制企业发行债券契约条款数量。异质性分析表明,社会信任对债券契约条款的抑制作用在国有企业、高融资约束、高信息不对称和法治环境差的样本中更显著。进一步分析发现,社会信任能够减少由相互替代的契约条款和债券发行利差共同组成的债券发行成本。本文从非正式制度视角揭示企业债券发行中契约条款设置的多寡背后的动因,为我国债券市场健康发展提出新的解释。

**关键词:** 债券契约条款; 社会信任; 交易费用; 债券发行成本

**中图分类号:** F270 **文献标识码:** A **文章编号:** 1001-4950(2024)09-0048-19

## 一、引言

我国债券融资超发和违约频出,不仅影响了企业信誉和持续融资能力,而且阻碍资本市场健康发展。实际上,我国债券市场从2007年才兴起,2014年“超日债”违约事件的出现,刚性兑付被打破,债券市场违约逐渐呈现出常态化的特征。尤其是仅2019年就有81家企业发生债券违约,违约规模高达1770亿元,占全年公司信用类债券发行规模的1.8%。2020年11月两家国企华晨汽车和永煤集团发生的债券违约事件,打破了AAA级债券刚性兑付的传统,债券违约再次成为资本市场关注的焦点。到底是何种原因引发我国债券市场的违规频出?如何治理?监管层和理论界针对这一问题进行了多视角尝试,比如,窦鹏娟(2016)从法治视角研究新常态下的债券违约问题及其解决办法。罗朝阳和李雪松(2020)基于宏微观结合的视角实证检验了金融周

收稿日期: 2023-11-28

基金项目: 国家社科基金后期资助项目(20FGLB062); 杭州电子科技大学研究生科研创新基金资助项目(CXJJ2023154)

作者简介: 邱保印(1982—),男,杭州电子科技大学会计学院副教授(通讯作者, [qiubaoyin2006@163.com](mailto:qiubaoyin2006@163.com));

曹万彬(1999—),男,杭州电子科技大学会计学院硕士研究生;

黄健军(1976—),男,上海财经大学商学院博士研究生。

期和全要素生产率对债券违约的影响。黄海杰和陈运佳(2022)研究经济政策不确定性对债券违约的影响。林晚发等(2022)研究债券评级膨胀对债券发行利差的影响。陶然和刘峰(2021)通过会计信息质量的角度研究“刚性兑付”打破的影响。

债券发行中设置更多契约条款是实际操作中监管层为了解决债券违约的一种尝试,但是债券契约条款过度应用同样带来了高昂的成本。这种隐性成本并不用货币支付,它对债权人利益的保护需要以企业出让所筹集资金的自由使用权为代价,阻碍了市场的资金配置效率和企业的经营效率(陈智等,2023)。因为债权人与企业管理层的利益目标并不完全一致,债权人使用债券契约条款能够有效控制企业对资金剩余控制权的滥用,不同于股东,他们只希望获得资金和资金使用权的对应报酬。换句话说,一个风险厌恶的债权人希望将违约风险控制到最低,最好是全部由企业或第三方承担。但是,不完全契约理论表明,要想明晰交易双方所有的权利和义务、制订完备的契约是不可能的(Williamson,1979)。也就是说,投资者没有办法完全预估企业的违约风险以要求等价的风险报酬,只好退而求其次,通过债券契约条款控制部分违约风险。因此,债券契约条款是投资者和企业为了达成交易而不可避免要承担的交易费用。

虽然正式制度的合理安排能够有效地降低交易费用,但是非正式制度在经济生活中的作用也不可或缺。中国在法律和金融体系不完善的情况下,仍然保持经济高速增长,这是制度和经济增长文献领域的一个重要反例(Allen等,2005)。同时,非正式制度作为一种替代性的因素被认为在融资和监管中发挥了重要作用。社会资本作为一种重要的非正式制度对经济增长和金融交易产生积极作用(Allen等,2005),尤其是对我国企业融资产生了较大影响(Allen等,2011)。这也验证了Stulz和Williamson(2003)提出的制度分析框架:企业行为及其经济后果应置于第一层次(非正式制度)和第二层次(正式制度)之下进行分析。社会信任作为非正式制度最重要的落脚点,是一种社会监督机制,能够有效促进信息交流,通过声誉等机制鼓励合作、缓解金融摩擦。债券契约条款的产生源于债券投资者对发债企业的不信任,所以需要通过书面协议约束企业对资金的自由裁量权。因此,社会信任可能在公司债券契约设计中发挥重要的作用。基于此,本文拟从非正式制度中社会信任的视角揭示企业债券发行中契约条款设置多寡背后的动因,以期对我国债券市场健康发展提出新的解释。

债券契约条款指企业在公开发行人公司债券时,募集说明书中所记载的具有一定约束力的条款,如“暂缓重大投资”“限制收购或兼并”以及“主要责任人不得调离”等(梁上坤等,2023)。制订适当的债券契约条款是对债权人和发债人之间剩余控制权配置的一种手段(孙春兴和邓路,2022),有利于降低债权人和发债人的代理成本,抑制发债人的机会主义行为。具体来讲,在企业发行债券时,设置多项债券契约条款为债权人安装了多道安全锁,但是过多的债券契约条款,对发债公司获取的资金如同戴上了多种枷锁。债券契约条款虽然能缓解债权人和发债企业的代理冲突,但是过多的债券条款同样具有高昂的成本,不仅制订繁多的条款本身需要较高成本(Simth和Warner,1979;Nash等,2003),而且也限制了发行债券获取资金的使用自由权等(陈智等,2023)。可见,债券契约条款是制度化的交易费用,它是产权界定的不明晰以及投资者和企业关于剩余控制权分配角逐的结果。债券契约条款数量越多、涉及范围越广、界定限制越严格,则债券主体之间的交易费用就越大,进而损害经济运行的效率。债券契约条款和债券发行利差都是企业发行债券的成本,同是债券契约不完全的产物,前者是剩余控制权的分配,后者是剩余报酬的货币化。

社会信任是经济活动的润滑剂,极大地缓解了经济贸易的摩擦冲突,降低交易费用,提高资源配置效率。社会信任主要通过三种机制对公司债券契约条款产生影响。第一,社会信任能够缓解企业的融资约束(吕朝凤等,2019),提高企业的融资能力,从而减少依赖承担更多、更严

格的契约条款以降低发行成本和提高发行成功率。第二, 社会信任促进企业诚信经营, 降低企业信息不对称性(张敦力和李四海, 2012), 缓解股东和债权人的代理冲突, 建立投资者对企业的信任, 从而减少债券契约条款的数量。第三, 社会信任可以通过提升企业管理层的道德规范、增加声誉损失以降低企业管理层的主观道德风险水平, 减少机会主义动机(Chen和Wan, 2019), 促进诚信交易, 从而降低投资者对债券违约风险的预期, 减少对企业的约束。

为验证上述猜想, 本文使用中国综合社会调查(CGSS)所构建的社会信任指标, 以2007年至2022年在A股上市发行的公司债券数据为样本, 研究社会信任对公司债券契约条款多寡的影响。研究表明: 社会信任显著减少了公司债券中契约条款数量, 在经过工具变量法(IV)、子样本双重差分法(DID)等一系列稳健性检验后结果仍然成立。机制检验表明, 社会信任通过增加企业的融资能力、缓解股东和债权人之间的代理冲突以及降低企业的道德风险水平, 进而抑制企业发行债券契约条款数量。异质性分析表明, 社会信任对债券契约条款的作用在国有企业、高融资约束、高信息不对称以及法治环境差的企业中更显著。进一步分析发现, 社会信任能减少由相互替代的契约条款和债券发行利差共同组成的债券发行成本。

本文可能的边际贡献有三个方面。第一, 本文引入社会信任作为非正式制度的落脚点, 考察对债券契约条款的影响效应, 不仅拓展和深化了公司债券契约领域的相关研究, 选题也体现了重要的现实价值。以往文献主要关注了关键审计事项(冯晓晴等, 2021)、政策不确定性(安家鹏等, 2021)、机构投资者(王彤彤和史永东, 2021)等方面对公司债券限制性契约条款的影响, 鲜有文献从非正式制度视角为公司债券限制性条款提供经验证据, 本文研究发现社会信任降低了公司债券限制性契约条款数量, 为非正式制度对债券市场的效应提供了新的经验证据。第二, 本文通过探讨社会信任在公司债券契约中的作用机理, 为社会信任和公司债券契约之间关系的研究提供理论支持, 拓展和充实社会学、制度经济学和公司金融学的交叉学科研究。具体来讲, 社会信任作为克服正式制度缺陷的一种替代机制, 通过增加企业的融资能力, 缓解股东和债权人之间的代理冲突, 以及降低企业的道德风险水平抑制了企业债券契约条款的数量。第三, 本文发现债券条款和债券发行利差之间的替代关系, 两个互为表里, 都是企业为了发行债券不得不出让的权益和对价, 因此都是债券发行的重要成本, 而且都会受到社会信任的抑制。从这一角度, 丰富了以往的债券研究。

## 二、研究假说

### (一) 研究假说

#### 1. 社会信任与债券契约条款

债券契约条款指企业在公开发行人公司债券时, 募集说明书中所记载的具有一定约束力的条款, 如“暂缓重大投资”“限制收购或兼并”“主要责任人不得调离”等(梁上坤等, 2023)。债券作为企业的一种特殊融资方式, 在企业从债权人手中获取资金后, 可能引发债权人和公司股东之间的代理冲突。如何解决代理问题成为企业债券发行能否成功和成本高低的关键。Jensen和Meckling(1976)指出契约条款通过减少股东和管理层事后的自由裁量权, 改善债权人面临的代理风险, 从而降低债务融资成本。制定适当的债券契约条款有利于降低债权人和发债人的代理问题, 抑制发债人的机会主义行为。但是, 设置高昂的债券契约条款可能既损害企业经营效率, 也影响投资者的风险收益, 最终导致债券市场的低效与资源错配。

究其原因, 债券契约条款虽然并不需要货币进行支付, 但是需要以消耗债券市场的资金配置效率和企业的经营效率为代价(陈智等, 2023)。首先, 债券条款通常会对企业的经营和财务状况进行一定的限制和要求。例如, 债券条款可能要求企业必须保持特定的财务指标, 或者要

求企业的经营状况符合特定的标准。第二,债券条款通常会要求企业提供担保或抵押物,以保障债权人的利益。这些担保或抵押物可能会降低企业的资产流动性,增加企业的财务负担,甚至可能在企业无法按时偿还债务时导致企业破产。第三,债券条款可能会限制企业进行某些投资或经营行为的能力。例如,债券条款可能禁止企业进行高风险投资、进行关联方交易、进行某些类型的资产处置等。这些限制可能会影响企业的业务发展和战略规划。第四,如果企业无法按时偿还债券的本金或利息,可能会触发债券条款中的强制执行机制,这可能会导致企业破产或清算。

不仅如此,根据不完全契约理论,要完全明晰交易双方所有的权利和义务是不可能的(Williamson, 1979)。一方面,因为信息不对称,债权人既不能完全知悉企业的经营风险和违约风险概率,以要求对等的风险报酬。另一方面,因为代理冲突(Jensen和Meckling, 1976),也不能确保企业管理层能够谨慎使用资金,而不做出“道德风险”行为。因此,债权人必须通过债券契约条款约束管理层和股东的行为,以保证资金安全。债券契约条款成为了债券发行双方为达成债券交易而不得不支付的交易费用。制度经济学把交易费用定义为在产权发生转移或变动时所产生的与之相关的成本或费用(Williamson, 1985)。围绕债券契约的签订和实施过程,交易费用包括进行谈判、讨价还价、拟定契约、实施监督等多种成本。投资者与企业的信息壁垒和摩擦冲突是交易费用的重要来源,企业的经营风险和违约风险越严重,投资者对企业的信任程度就越低,就越会要求更多的债券契约条款。债券契约条款数量越多、涉及范围越广、界定限制越严格,则前期为了达成交易的签约成本就越大,后续投入对条款的执行的监督成本就越高。

实际上,企业的经营效率损失和为了达成交易所额外支付的费用,共同导致了债券契约条款的交易费用属性。需要强调的是,制度的合理安排能降低这种交易费用。债券契约条款的制定是债券发行双方利益权衡博弈的结果(陈智等, 2023),设计合理有效的债券契约条款不仅可以减少这部分费用支出,而且能够显著地降低企业债券融资成本。除此之外,非正式制度也有助于降低交易费用(李周, 1997; 柳新元, 2002; 马骏和侯一麟, 2004; 李芬妮等, 2019)。社会信任作为非正式制度与文化规范的落脚点,不仅是一地区软实力形成的内生性资源,也是促进经济健康发展的重要因素(张维迎和柯荣住, 2002)。社会信任是经济活动的“润滑剂”(顾雷雷和王鸿宇, 2020)。社会信任能够促进地区良好社会规范和道德约束的形成,从而建立区域内对诚实行为的预期,构成了社会成员互动的准绳,使得企业能够减少道德风险行为的动机(左静静等, 2023)。在某种程度上,地区的社会信任水平无形中给了企业背书,债券违约风险得到有效的抑制。当投资者意识到企业的违约风险并不严重时,就会降低对企业资金控制权的约束。

因此,根据Jensen和Meckling(1976)分析框架,在企业融资时,资金提供者因预期企业内部人存在不必要的非生产性在职消费或偷取,企业获得资金时的代理成本(更多的债券条款)将由企业内部人承担,和这种高昂的代理成本相比,内部人更愿意进行自我监督让资金提供者信任自己。并且,在信任程度高的地区,因对某个区域内人固有的信任,资金提供者更容易对信任度高企业内部人信任(Ang等, 2015),在购买债券时,不会要求过多、过严格的债券契约条款,因为这样需要花费一定的成本去协商制定和实施监督,而且还会导致债券的收益降低(陈超和李榕伊, 2014; 史永东等, 2018)。基于此,提出假说H1:

假说H1:在其他条件不变的情况下,企业所在地区社会信任度越高,企业债券契约条款数量越少。

## 2. 中介机制

(1) 融资能力。近年来债券违约事件频发,债券市场出现信任危机。尤其面对融资约束时,为了提高债券发行率和融资规模,企业不得不在条款上做文章。首先,部分经营状况不佳的企

业亟须发行债券以摆脱财务困境。但是经营业绩惨淡的企业往往偿债能力不足,这会给债券投资者传递负面信号。在知悉企业的违约风险之后,投资者会要求更高的利率和更多、更严格的债券契约条款。其次,银行借款、发行债券及商业信用是我国企业主要的债务融资来源。根据融资优序理论,在内部资金不足时,企业首先希望通过债权融资,尤其是通过发行债券以避免支付银行贷款要求的高额利息(Becker和Josephson,2016)。当融资渠道不足且没有其他替代选择时,面临融资约束的企业为了增加债券发行率、降低债务融资成本,不得不接受更严格的债券契约条款。

已有文献表明,社会信任直接影响着企业的融资渠道,从而能够缓解企业的融资约束(吕朝凤等,2019;申丹琳,2019;申丹琳和江轩宇,2022)。处于地区社会信任高的企业,更有可能获得银行贷款(张敦力和李四海,2012)。社会信任将为企业提供更多的融资机会,并促进企业发展(Fernandez,2021)。债券融资作为一种特殊的融资方式,相比银行贷款更加复杂,面对的风险更高。由于社会信任能够缓解企业的融资约束,当企业财务状况不紧迫时,投资者会降低条款对企业的约束程度;而企业对债券融资的需求压力也不强烈,也不愿意接受过于严格的债券契约条款(Alderson和Betker,1995)。基于此,提出假说H2。

假说H2:社会信任通过提高企业融资能力中介作用进而降低企业债券契约条款数量。

(2)代理冲突。债券投资者与发债公司之间存在信息不对称和代理问题。债券发行公司占据信息优势,对公司经营状况、现金流量等拥有完全的信息,对债券契约条款的履行始终处于主导地位。而债券投资者作为公司的局外人,处于信息被动,无法确切了解发债公司还本付息的意愿和能力(冯晓晴等,2022)。尤其在信息不对称程度较高时,发行人与债权人之间的代理问题易被激化(Chava和Roberts,2008)。严重的代理冲突将会引起债权人的价格保护机制,股东预期到潜在债权人的价格保护机制,为获得较低债务融资成本,可以通过自愿接受监督或约束机制来缓解与债权人之间的代理冲突(Jensen和Mackling,1976)。

社会信任所形成的约束机制可以缓解企业管理者和股东等利益相关者之间的代理冲突(Qiu等,2021)。一方面,社会信任水平较高地区的上市公司受到地区诚信文化影响,也倾向于诚信经营(李明辉,2019)。由于信任的公共商品属性和“连坐机制”,当某个企业的管理层发生债券违约,这不仅是对他们自身声誉的重大破坏,也将影响到整个地区所有企业的声誉。出于声誉考虑,管理层有强烈的按时偿债意愿。另一方面,社会信任有助于降低企业的信息不透明度,例如减少企业坏消息隐藏行为(Cao等,2016;Qiu等,2020)、抑制企业盈余管理(Chen等,2021)。通过缓解企业与外部人的信息壁垒、发债人与投资者的代理冲突,加强了发债人和投资者之间的信任,债券契约条款数量也就随之减少。对于透明度高的企业,外部投资者更易了解企业的内部信息。债权人能够更准确知悉企业经营风险,在索要对应的风险报酬之余,也就不会要求过多的债券契约条款数量。基于此,提出假说H3。

假说H3:社会信任通过缓解股东和债权人代理冲突的中介作用进而降低企业债券契约条款数量。

(3)道德风险。企业借债的目的通常是缓解财务约束或扩大投资,经营风险通过债券转移一部分给债权人,但是债权人却只能获得固定的报酬。显然,债权人希望发债企业采取保守的经营策略,以确保在到期日偿还债券本金及利息。而企业经营者拿到债权人的融资款后,有更强的动机从事高风险的投资(Dewatripont和Tirole,1994;童盼和陆正飞,2005;Ball和Shivakumar,2008;Chava和Roberts,2008)。针对企业可能的机会主义行为,债权人预判企业潜在的“道德风险”水平,在购买债券时更期望设置严格的限制性条款。比如说,为了防止企业滥用资金,投资者与企业签订了“暂缓重大对外投资”条款和“限制收购或兼并”条款。

社会信任能够降低企业的机会主义和道德风险(马德芳和邱保印,2016;李俊青等,2017)。信任是一个特定的主观概率,一个行为人以此概率判断另一个行为人或行为人群体将采取某个特定行动(Williamson,1993)。良好的社会信任环境会引导该地区的企业诚信经营(Qiu等,2020;Dong等,2021),企业管理者也常将该地区社会信任倡导的道德观念内化在其行为决策上,这将抑制企业内部的道德风险动机。因此,如果地区信任水平较高,企业遵守条款的意愿更加强烈,不会做出对债权人不利机会主义行为,债权人对发债人的资金使用限制需求降低,从而降低了债券契约条款的数量。基于此,提出假说H4。

假说H4:社会信任通过缓解企业道德风险的中介作用进而降低企业债券契约条款数量。

### 三、研究设计

#### (一)样本选择与数据来源

本文选取2007—2022年中国A股上市公司发行的债券为样本,社会信任数据源自中国综合社会调查(CGSS)。公司债券契约条款数据来自手工整理收集沪深证券交易所官方网站的债券募集说明书,其他数据来自国泰安数据库(CSMAR)。本文样本按照如下规则进行数据筛选:(1)剔除ST类公司;(2)剔除金融类公司;(3)剔除相关变量缺失的样本;(4)剔除在上海证券交易所官方网站和深证证券交易所官方网站缺失债券募集说明书的样本。经过筛选后,本文最终得到债券样本共1617支。为消除异常值对本文结果造成的影响,对所有连续变量进行了上下各1%的缩尾处理。

#### (二)变量定义

##### 1.债券契约条款

为了更好地识别和了解各种契约条款的特性,本文参考Smith和Warner(1979)、Shi和Sun(2015)、陈超和李镕伊(2014)、甄红线等(2019)、王彤彤和史永东(2021)、安家鹏等(2021)对债券契约条款的分类方法,将所搜集的17项限制性条款,分成四大类,分别为:期权类、限制资产转移类、限制投资类和事件保障类,如表1所示。本研究所搜集到的样本呈现的条款分布与甄红线等(2019)、王彤彤和史永东(2021)非常接近,表明本文使用的样本能基本还原我国债券市场成立以来发行债券所使用契约条款的总体特征。本文借鉴陈超和李镕伊(2014),分组量化公司债券限制性条款使用频率。对于任一只公司债券,针对各条限制性条款构建哑变量,若该债券至少包含一项该类条款,则取1,否则取0。然后,将四类限制性条款哑变量求和,得到每一只债券的债券契约条款数量指标( $CovI$ )。相比算术加总, $CovI$ 能够反映企业使用债券契约条款的广度和深度。其中,利率可调整、可提前偿还、可赎回是保护债券发行企业利益的条款,因此不纳入计算范围。 $CovI$ 越大,表明发债企业使用契约条款数量越多、分布范围越广、契约条款对发债企业的约束程度越高。从条款的分布来看,使用最多的是“追加担保”条款,因为担保对债券偿付具有实质性保障。其次是“暂缓重大对外投资”和“限制收购和兼并”,归属于限制投资类条款,它们的高频使用,表明我们企业发行债券滥用资金、过度投资的机会主义动机严重,且投资者对这种行为非常敏感。

##### 2.社会信任

参考王艳和李善民(2017)的度量方法,本文采用基于CGSS的调研结果衡量社会信任。CGSS是我国第一个全国范围内进行的、综合且连续的大规模社会调查。其中有关信任的调查问题是“总的来说,您同不同意在这个社会上绝大多数人都是可以信任的”。根据信任程度由低到高排列,有以下五个选项:非常不同意、比较不同意、说不上同意不同意、比较同意和非常同意。具体而言,本文采用如下两种方法度量社会信任。第一,五个选项按照信任程度从低到高分

别赋予1分、2分、3分、4分及5分,然后以地区受访者的平均分数衡量,记为 $Trust1$ 。第二,参考李明辉(2019)以各地区回答“比较同意”及“非常同意”的受访者人数除以该地区总回答人数的比例衡量,记为 $Trust2$ 。 $Trust1$ 和 $Trust2$ 越大,社会信任水平越高。

表1 债券契约条款分类

条款类型	条款内容	使用次数	所占比例
期权类条款	利率可调整	1048	64.81%
	可提前偿还	2	0.12%
	可赎回	340	21.03%
	可回售	901	55.72%
	质押式回购	1180	72.97%
限制资产转移类条款	限制关联交易	450	27.83%
	不分配股东利润	1391	86.02%
	调减高管薪酬	1340	82.87%
	限制出售资产	517	31.97%
	限制质押资产	191	11.81%
	限制对外担保	587	36.30%
限制投资类条款	暂缓重大对外投资	1402	86.70%
	限制收购或兼并	1399	86.52%
事件保障类条款	利率上调	448	27.71%
	追加担保	1520	94.00%
	加速清偿	1007	62.28%
	主要责任人不得调离	1347	83.30%
合计	债券契约条款	1617	100.00%

### 3.控制变量

本文从债券层面、企业层面和宏观层面选择控制变量,分别为债券有无担保( $Guarantee$ )、债券是否公开发行( $Open$ )、债券评级( $Crating$ )、主体评级( $Rating$ )、债券发行期限( $Bond\_year$ )、债券发行规模( $Bond\_size$ )、企业规模( $Size$ )、产权性质( $Equity$ )、财务杠杆( $Leverage$ )、成长性( $Growth$ )、总资产周转率( $Turnover$ )、资产回报率( $Roa$ )、股权结构( $Top1$ )、董事会规模( $DirectorNumber$ )、独董占比( $IndDirectRatio$ )、两权分离度( $Separation$ )、期间费用率( $Costrate$ )、财务费用率( $Fincostate$ )、利息保障倍数( $Interest$ )、流动资产比率( $Liquid\_Asset$ )、GDP增长率( $GDPgrowth$ )、人均GDP( $GDPPC$ )。其中,考虑到债券投资者购买债券所能使用的企业财务信息是上一年度的,而且为了避免潜在的反向因果关系,本文对公司财务信息变量进行了滞后一期处理。此外,本文控制了年份固定效应( $Year$ )和行业固定效应( $Industry$ )。

### (三)模型设计

本文构建模型(1)实证检验社会信任对债券契约条款的影响。其中, $Cov1$ 代表债券契约条款, $Trust$ 代表企业注册地所处省份的社会信任程度。考虑到解释变量社会信任处于省份层面高于被解释变量的债券层面,本文聚类到省份计算标准误。

$$Cov1_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 Trust_{i,t} + \sum Controls_{i,t} + \sum Year + \sum Industry + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

## 四、实证分析

### (一)描述性统计分析

表2为本文主要变量的描述性统计结果。债券契约条款指标( $Cov1$ )的均值为3.706,表明上

上市公司发行债券平均使用3.706个类别的条款,占了4类条款的大半。*Trust1*的均值为3.509,表明受访者对社会信任问题的平均评分为3.509分(总分为5),或者说5个受访者里平均有3.509个受访者对信任问题的回答是同意的。*Trust2*的均值为0.646,表明64.6%的受访者对信任问题的回答是“比较同意”或“非常同意”。此外,本文控制变量的描述性统计结果与之前研究基本保持一致,且符合常识。

表2 描述性统计分析

	观测值	均值	标准差	最小值	最大值
<i>Cov1</i>	1617	3.706	0.632	0.000	4.000
<i>Trust1</i>	1617	3.509	0.129	3.119	3.807
<i>Trust2</i>	1617	0.646	0.060	0.450	0.792
<i>Guarantee</i>	1617	0.184	0.387	0.000	1.000
<i>Open</i>	1617	0.442	0.497	0.000	1.000
<i>Crating</i>	1617	0.579	0.494	0.000	1.000
<i>Rating</i>	1617	2.113	0.946	0.000	1.000
<i>Bond_year</i>	1617	1.600	0.351	0.642	2.398
<i>Bond_size</i>	1617	12.093	10.264	0.300	60.000
<i>Size</i>	1617	24.778	1.741	21.301	28.257
<i>Equity</i>	1617	0.595	0.491	0.000	1.000

## (二) 社会信任对债券契约条款影响

根据表3四列回归结果,社会信任的系数显著为负,说明社会信任对债券契约条款数量具有抑制作用,结论支持研究假说H1。第(4)列的结果显示,在经济意义上,受访者对社会信任问题回答“比较同意”或“非常同意”的比例提高10%,企业债券契约条款相应减少0.1177,是均值的3.18%。

## (三) 内生性检验

### 1. 社会信用试点城市建设和债券契约条款

2015年和2016年,国家发展和改革委员会及中国人民银行联合发文,分别设立了全国第一批和第二批社会信用体系建设试点城市。社会信用体系建设旨在形成以信用信息资源共享为基础的覆盖全社会的征信系统(左静静等,2023),将有助于社会信任水平的提高,为了进一步检验本文的研究假说H1,参考曹雨阳等(2022)和左静静等(2023)研究方法,本文使用社会信用体系建设作为准自然实验,检验社会信用体系建设是否减少了企业债券契约条款数量。

多时点DID实施的前提条件是,处理组和控制组在受到政策冲击之前满足平行趋势假设。为了直观地观测处理组和控制组的债券契约条款变化趋势,本文绘制了对应的回归系数以及95%的置信区间,如图1所示,政策开始前的系数均不显著区别0,表明平行趋势假设成立。第一期的系数没有在95%的置信水平显著区别于0,可能是因为试点政策对债券的影响有一定的延迟效应;第二期至第五期的系数均显著异于0,这意味着社会信用体系建设后控制组和处理组的债券契约条款变化情况具有显著差异,试点政策影响的动态效应存在。

在满足平行趋势假设的基础上,本文进行回归结果分析,如表4所示。第(1)列为加入社会信用体系建设(*TreatPost*)变量、控制变量并控制城市、行业、年份固定效应后的回归结果,*TreatPost*的回归系数为-0.208,且在5%水平上显著,表明社会信用体系建设抑制了债券契约条款的使用。第(2)列是在第(1)列的基础之上将固定效应改为城市、个体和年份固定效应后的回归结果,*TreatPost*的回归系数为-0.208,且在1%水平上显著。第(3)列是在第(1)列的基础之上将固定效应改为行业固定效应和城市时间趋势后的回归结果,*TreatPost*的回归系数为-0.245,且在1%水平上显著。这说明在控制企业层面、行业层面和地区层面等可能影响公司债



表3 社会信任与债券契约条款影响的检验结果

	(1)	(2)	(3)	(4)
	<i>Covl</i>	<i>Covl</i>	<i>Covl</i>	<i>Covl</i>
<i>Trust1</i>	-0.449* (-1.98)	-0.579*** (-3.02)		
<i>Trust2</i>			-0.868* (-1.94)	-1.177*** (-3.07)
<i>Bond_size</i>		0.001 (0.99)		0.002 (1.04)
<i>Lnaturity</i>		-0.030 (-0.49)		-0.031 (-0.52)
<i>Crating</i>		-0.055 (-0.74)		-0.060 (-0.81)
<i>Rating</i>		0.007 (0.20)		0.010 (0.29)
<i>Open</i>		0.073 (1.00)		0.072 (0.99)
<i>Guarantee</i>		0.085 (1.52)		0.088 (1.58)
<i>Size</i>		0.032 (1.07)		0.033 (1.08)
<i>Equity</i>		-0.143** (-2.64)		-0.145** (-2.69)
<i>Leverage</i>		-0.056 (-0.19)		-0.052 (-0.18)
<i>Roa</i>		0.693 (0.73)		0.661 (0.69)
<i>Growth</i>		0.049 (1.30)		0.049 (1.29)
<i>Turnover</i>		-0.056* (-1.79)		-0.055* (-1.79)
<i>Costrate</i>		0.028 (0.07)		0.045 (0.11)
<i>Fincostrate</i>		0.986 (0.81)		1.022 (0.83)
<i>Liquid_Asset</i>		-0.025 (-0.13)		-0.023 (-0.12)
<i>Interest</i>		-0.001 (-0.95)		-0.001 (-0.92)
<i>Top1</i>		0.004 (1.18)		0.004 (1.19)
<i>DirectorNumber</i>		-0.022 (-1.25)		-0.022 (-1.25)
<i>IndDirectRatio</i>		0.001 (0.00)		0.001 (0.00)
<i>Separation</i>		0.000 (0.09)		0.000 (0.10)
<i>GDPgrowth</i>		0.713 (0.87)		0.670 (0.81)
<i>GDPPC</i>		-0.001 (-1.13)		-0.001 (-1.08)
<i>Year/Industry</i>	YES	YES	YES	YES
<i>Constant</i>	3.977*** (3.07)	3.822*** (3.21)	2.971** (2.57)	2.559** (2.54)
<i>N</i>	1617	1617	1617	1617
<i>R<sup>2</sup></i>	0.145	0.178	0.145	0.179

注:括号内为基于省份聚类调整标准误计算得到的t值。\*、\*\*、\*\*\*分别表示在10%、5%、1%水平上显著,下同。限于篇幅,在后续的回归结果中简化了控制变量的汇报。

券契约的因素后,社会信用体系建设试点能显著抑制债券契约条款的使用,进一步验证了本文的研究假说H1。

## 2.工具变量

虽然本文控制了足够多的解释变量,并且对企业财务指标数据进行了滞后一期处理,但模型难免存在因遗漏变量和测量误差等原因导致的内生性问题。为此,本文使用工具变量法进行稳健性检验。本文选取了各省人均失窃案件数量作为工具变量。我们以“失窃”为关键词,搜索中国裁判

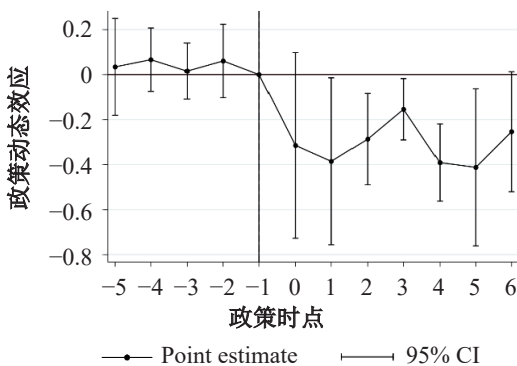


图1 平行趋势检验

表4 社会信用体系建设影响债券契约条款的检验结果

	(1)	(2)	(3)
	<i>Covl</i>	<i>Covl</i>	<i>Covl</i>
<i>TreatPost</i>	-0.208** (-2.27)	-0.208*** (-2.72)	-0.245*** (-2.76)
<i>Controls</i>	YES	YES	YES
<i>City FE</i>	YES	YES	
<i>Year FE</i>	YES	YES	
<i>Industry FE</i>	YES		YES
<i>Id FE</i>		YES	
<i>City Linear Time Trends</i>			YES
<i>Constant</i>	2.869*** (3.46)	2.607 (0.72)	3.058*** (3.37)
<i>N</i>	1554	1361	1554
<i>R</i> <sup>2</sup>	2.869***	2.607	3.058***

注:括号内为基于城市聚类调整标准误计算得到的*t*值。

文书网公布的2000—2022年案件,得到样本共计34 215个,按省份加总并除以各省人口数量,得到各省人均盗窃案件数量(*Theft*)。盗窃行为不仅侵犯了他人的财产权,而且挑战社会治安,直接对公信力造成严重损害。并且,一个人的盗窃行为被发现之后,他的声誉将受到严重损害,甚至牵连他的家人、朋友的声誉。在人际交往中,信任是维系关系的重要因素,如果一个人被盗窃,他对周围环境和社交圈的不安全感将随之扩散,降低他对整个社会信任水平的评价。如果盗窃行为在一个社会范围内频繁发生,人们对诚实、正直等信念将会动摇。这种消极的社会风气一经形成,将会对整个社会的道德观念造成负面影响,进一步降低人与人之间的互信程度。甚至,不良风气的形成导致人们对其他形式的不诚信行为持宽容态度,更进一步诱发其他违背信任行为。盗窃案件数量能在一定程度上反映社会信任度的高低。但是盗窃行为并不发生于债券市场,自然无法直接影响债券契约条款。因此,盗窃案件数量满足工具变量排他性和相关性的两个前提条件。工具变量检验第一阶段的F值大于10,表明本文不存在弱工具变量问题。表5第(1)列和第(3)列呈现了2SLS第一阶段的回归结果。第(2)(4)列呈现了第二阶段的回归结果,*Trust1*和*Trust2*的系数均显著为负。基于工具变量的检验结果表明,社会信任有助于减少债券契约条款数量,本文的研究结论不变。

## (四)稳健性检验

为了使实证结果更为稳健,本文通过变换社会信任和债券契约条款指标、更换注册地为办公地、修改模型设定等方式对主检验进行了重新检验(因篇幅限制未列示结果,备案)。

表5 工具变量检验结果

	(1)	(2)	(3)	(4)
	<i>Trust1</i>	<i>Cov1</i>	<i>Trust2</i>	<i>Cov1</i>
<i>Trust1</i>		-1.389** (-2.22)		
<i>Trust2</i>				-2.527** (-2.23)
<i>Theft</i>	-0.036*** (-2.67)		-0.020*** (-2.82)	
<i>Year/Industry</i>	YES	YES	YES	YES
<i>Constant</i>	3.960*** (22.77)	6.630*** (2.89)	0.892*** (9.72)	3.382*** (2.92)
<i>N</i>	1617	1617	1617	1617
<i>R</i> <sup>2</sup>	0.573	0.167	0.518	0.172
<i>Cragg-Donald Wald F</i>		237.24		296.02

1. 变换社会信任的度量。社会信任作为一项较为稳定的非正式制度(Putnam, 1994; 杨国超和盘宇章, 2019), 在短期内保持不变, 所以本文替换使用CGSS调查结果某一年的截面数据进行回归。参考吕朝凤等(2019)、余泳泽等(2020), 本文使用2013年和2015年CGSS调查问卷结果衡量社会信任。根据*Trust1*和*Trust2*的计算方法分别构造指标衡量社会信任水平。所得到的结果与上文并无差异, 变换社会信任的度量方式后重新回归, 本文的研究结论不变。

2. 更换注册地为办公地。考虑到部分企业的办公地和注册地并不一致, 而办公地或许能更准确地反映企业所在地区的信任水平。因此, 更换注册地为办公地进行检验, *Trust1*和*Trust2*均在5%的水平上显著为负, 本文的研究结论不变。

3. 变换债券契约条款的度量。首先, 对于前面提及的14项债券契约条款, 参考Billett等(2007)、Shi和Sun(2015), 加总计算得到债券契约条款总数(*Num*), 并且将债券契约条款总数(*Num*)加1取对数命名为*Lnum*作为*Cov1*的替代指标衡量债券契约条款。其次, 考虑到债券条款为计数指标, 本文更换了Poisson回归模型对*Num*进行稳健性检验, 分别进行回归。此外, 本文参考已有文献对债券契约条款的类别进行调整, 分别构建了指标*Cov2*、*Cov3*、*Cov4*和*Cov5*。变换债券契约条款的度量方式后的检验结果与主检验并无显著差异, 本文的研究结论不变。

4. 修改模型设定。本文在基准回归模型中加入了行业固定效应和年度固定效应。为检验回归结果的稳健性, 本文进一步调整行业固定效应为企业个体固定效应以控制不可观测的企业特征, 以及增加了城市固定效应和城市时间趋势, 并且使用了行业和省份双向聚类调整后的标准误。修改模型设定后的检验结果与主检验并无显著差异, 本文的研究结论不变。

#### (五) 中介机制检验

根据前文的理论分析, 社会信任可以通过增加企业融资能力、缓解股东和债权人的代理冲突、降低企业道德风险以抑制债券契约条款的数量。为此, 本文采用中介效应检验的方法, 分别从融资能力、代理冲突和道德风险三个方面考察社会信任影响企业债券契约条款数量的作用机制。根据中介效应检验三步法, 本文在模型(1)的基础上设置中介效应检验模型(2)(3)。

$$Mediator_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 Trust_{i,t} + \sum Controls_{i,t} + \sum Year + \sum Industry + \varepsilon_{i,t} \quad (2)$$

$$Cov1_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 Trust_{i,t} + \beta_2 Mediator_{i,t} + \sum Controls_{i,t} + \sum Year + \sum Industry + \varepsilon_{i,t} \quad (3)$$

其中, *Mediator*为中介变量, 模型(2)用于检验社会信任(*Trust*)对中介变量的影响, 模型(3)用于检验中介变量在社会信任(*Trust*)影响企业债券契约条款(*Cov1*)过程中的中介效应。

## 1. 融资能力

社会信任能缓解企业的融资约束(吴永钢,2016;申丹琳,2019),增加企业的银行借款(张敦力和李四海,2012),而银行借款、债券融资及商业信用是企业融资的主要来源(童盼和陆正飞,2005)。相较而言,商业信用属于经营负债的范畴,而银行借款和债券发行都离不开金融机构的参与,属于金融负债,两者更能直接反映企业的外部融资能力。具体地,参考童盼和陆正飞(2005)、王永钦和薛笑阳(2022),本文建立式(4)衡量企业的融资能力。其中,*Debt*为企业总负债,*Bond\_size*为债券规模,*Shortloan*和*Longloan*分别为短期借款和长期借款。

$$Fincons = Debt/Bond\_size + Debt/(Shortloan + Longloan) \quad (4)$$

银行借款是我国企业最重要的外部融资来源,能够直接反映企业的融资能力。根据融资顺序理论,在内部融资不足的情况下,企业偏好发行债券以避免支付银行借款的高额利息,因此,债券融资规模也是企业外部融资能力的重要考量。*Fincons*指标越大,企业的融资能力越弱。社会信任可以缓解融资约束、增强企业的融资能力,企业所在地区的信任环境越好,该地区的企业越是能通过债券和银行借款筹取资金。企业的外部融资能力越强,对债券融资依赖度就越弱,对债券契约条款的容忍度就更低,就不会接受过多、过于严格的债券契约条款,而投资者也会相应降低条款的数量和对企业的约束程度(Alderson和Betker,1995)。融资能力中介机制的回归结果呈现在表6的第(1)(2)列。第(2)列结果表明,社会信任能够显著增加企业外部融资能力,缓解融资约束。第(1)列结果表明,企业外部融资能力显著抑制债券契约条款数量。为了增强中介效应结论的可信性,本文使用Bootstrap方法进行1000次的循环计算,对中介效应作进一步的检验。Bootstrap检验的置信区间为(-0.869,-0.220)且在95%置信水平上不包括0。上述结果表明企业外部融资能力能够减少债券契约条款的数量,企业外部融资能力在社会信任对债券契约条款影响中能够发挥部分中介作用,本文假说H2得到支持。

表6 中介机制的检验结果

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	<i>Covl</i>	<i>Fincons</i>	<i>Covl</i>	<i>Agency</i>	<i>Covl</i>	<i>Overinvest</i>
<i>Trustl</i>	-0.570*** (-2.78)	-9.333*** (-5.45)	-0.550** (-2.65)	2.828** (2.19)	-0.529*** (-2.84)	-0.028* (-1.75)
<i>Fincons</i>	0.001*** (2.78)					
<i>Agency</i>			-0.004** (-2.18)			
<i>Overinvest</i>					0.924** (2.25)	
<i>Controls</i>	YES	YES	YES	YES	YES	YES
<i>Year/Industry</i>	YES	YES	YES	YES	YES	YES
<i>Constant</i>	3.922*** (3.33)	-30.176* (-1.79)	3.804*** (3.41)	-17.097 (-1.51)	3.180*** (2.92)	0.316*** (4.03)
<i>N</i>	1551	1551	1542	1542	1428	1428
<i>R</i> <sup>2</sup>	0.185	0.072	0.175	0.132	0.181	0.187
Bootstrap置信区间	(-0.869,-0.220)		(-0.019,-0.002)		(-0.047,-0.001)	
中介效应占比	2.8%		2.1%		5.3%	

## 2. 代理冲突

股东和债权人之间存在严重的代理冲突(Jensen和Mackling,1976),这种代理冲突的焦点在于双方对股利政策的分歧。企业目标是股东价值最大化,因此分发股利有利于股东,然而债权人却希望更多地保存企业的现金流以备偿还债券。为了保护债权人对资金的剩余控制权,发

债企业不得不设置相应的债券契约条款以满足债权人的要求。债券契约条款是股东和债权人代理冲突的产物,代理冲突越严重则债券契约条款数量越多、约束程度越高。明确地,企业发行债券就有“不分配股东利润”条款,可见债权人对股利分配问题非常重视。股利分配率越高,反映股东对债权人利益侵占越严重,债权人在价格保护机制作用下就会要求更多的债券契约条款。社会信任能缓解股东和债权人的代理冲突问题,有助于减少股利分配,提高企业的利润留存率。但是,不仅如此,社会信任亦能缓解股东和管理层的代理冲突,表现为增加企业现金股利分配(田马飞等,2023)。考虑到社会信任同时能够促使利润留存率和股利分配率增加,但二者却是相反方向的指标。为了消除社会信任对股利分配正向的影响,本文构建了式(5)衡量股东和债权人的代理冲突。

$$Agency = [(Eps_t - Dps_t)/Eps_t] \times \{[(Eps_t - Eps_{t-1})/Eps_{t-1}] - [(Dps_t - Dps_{t-1})/Dps_{t-1}]\} \quad (5)$$

$Dps$ 和 $Eps$ 分别是每股股利和每股盈余。股利留存率衡量股东和债权人之间的代理冲突,再乘上盈余变动率与股利变动率的差。 $Agency$ 指标通过使用静态的留存率乘以动态的留存变动率,可以消除社会信任对股利支付率的正向作用,更能反映股东和债权人的代理冲突。该指标越大,二者的代理冲突越小。代理冲突中介机制的回归结果列示在表6的第(3)(4)列。第(4)列结果表明,社会信任能够显著缓解企业代理冲突。第(3)列结果表明,企业代理冲突显著增加债券契约条款数量。Bootstrap检验的置信区间为(-0.019, -0.002)且在95%置信水平上不包括0。上述结果说明,企业代理冲突会增加企业债券契约条款的数量,企业代理冲突在社会信任对债券契约条款影响中能够发挥部分中介作用,本文假说H3得到支持。

### 3.道德风险

通过发行债券,企业可以获得足够资金注入新的投资机会实现资本增值。为了确保资金安全,债券投资者非常关注资金的去向。如果资金发生亏损,损害的不仅是企业,债权人的利益也随之受损,甚至一旦发生违约,债权人就可能成为最终的风险承担者。因为信息不对称性,债权人无法了解企业内部信息和经营状况,企业经营者拿到债券资金,有强烈的动机从事高风险的投资(童盼和陆正飞,2005);当公司预期债权人能获得新投资项目的大部分收益时,甚至会放弃NPV为正的项目(Myers,1977)。这种非效率的投资行为反映企业发行债券的道德风险程度。前文提到,企业发行债券有两项限制投资类契约条款:“暂缓重大对外投资”“限制收购或兼并”。如果债权人识别出企业的道德风险程度足够高,在债券契约条款上就会要求更多、更严格。通过改变契约条款的严格程度,债权人可以影响企业的投资行为,保障自身债权(Chava和Roberts,2008)。社会信任能够降低企业的机会主义和道德风险(马德芳和邱保印,2016;李俊青等,2017),从而减少债券契约条款对企业的约束。对此,本文借鉴Richardson(2006)、方红星和金玉娜(2013),计算了公司过度投资指标( $Overinvest$ )以衡量企业的道德风险。该指标大于零代表投资过度,小于零代表投资不足,数字越大表明过度投资程度越高,道德风险越严重。

道德风险中介机制的回归结果列示在表6的第(5)(6)列。第(6)列结果表明,社会信任能够显著降低企业道德风险水平。第(5)列结果表明,企业道德风险显著增加债券契约条款数量。Bootstrap检验的置信区间为(-0.047, -0.001)且在95%置信水平上不包括0。上述结果说明,企业道德风险水平会增加企业债券契约条款的数量,企业道德风险在社会信任对债券契约条款影响中能够发挥部分中介作用,本文假说H4得到支持。

### (六)异质性分析

考虑社会信任影响企业债券契约条款的异质性,分别从企业特征和制度环境进行分析。在模型(1)的基础上对异质性解释变量进行分样本回归,以期为核心逻辑提供进一步的经验证

据。对于公司特征,根据前文分析,债券契约条款作为一种隐性交易费用,会受到企业内部制度安排的影响。因此本文推测,产权性质、融资约束和信息不对称性很可能导致社会信任对这债券契约条款的抑制作用存在明显的差异性。对于制度环境,社会信任作为非正式制度对正式制度(例如法治环境)的作用是补充还是替代,这是需要通过实证检验的。

### 1.公司特征

(1)考虑产权性质。国有企业与民营企业在行业类别、内部治理结构和代理冲突方面表现显著不同。孙永祥(2001)认为,股东在公司治理中具有相对中心或主导地位,而民营公司的治理则可能要优于国有公司的治理。因此,相比较民营企业,国企股东和债权人的代理冲突问题可能会更严重。另一方面,社会信任作为非正式制度的基础,也是社会网络的重要组成部分,而国有企业的社会网络嵌入相对一般性企业都更为特殊,国有企业高质量发展的实现具有更高的社会依赖性(黄速建等,2018)。因此,本文预计社会信任可能在代理问题更严重以及对社会网络依赖性更强的国企中作用更为显著。产权性质的异质性检验结果列示在表7的第(1)(2)列。在国有企业中,社会信任在1%水平上显著降低债券契约条款数量,而在非国企中表现并不显著,这表明,相较于非国有企业,社会信任对债券契约条款的抑制作用在国有企业中更强。

表7 异质性分析检验结果

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
	国企	非国企	融资约束高	融资约束低	媒体关注度高	媒体关注度低	法治环境好	法治环境差
<i>Trust1</i>	-1.569*** (-6.31)	0.040 (0.16)	-1.055*** (-2.78)	0.057 (0.27)	-0.376 (-1.09)	-0.503** (-2.49)	-0.590 (-1.19)	-0.586** (-2.41)
<i>Controls</i>	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES
<i>Year/Industry</i>	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES
<i>Constant</i>	8.251*** (5.76)	0.867 (0.53)	3.863* (2.02)	1.529 (1.14)	3.496* (1.87)	3.485*** (2.83)	4.699** (2.34)	3.950** (2.55)
<i>N</i>	962	655	709	692	703	704	831	786
<i>R<sup>2</sup></i>	0.263	0.218	0.369	0.242	0.393	0.313	0.225	0.327

(2)考虑融资约束。根据前文分析,社会信任能够通过增强企业融资能力来降低债券契约条款的数量。由此,我们猜测如果企业面临更加严重的融资约束,社会信任对债券契约条款的作用是否更为显著?为此,参考鞠晓生等(2013),构建SA指数以衡量企业的融资约束程度。融资约束的异质性检验结果列示在表7的第(3)(4)列。在融资约束高的企业中,社会信任对债券契约条款的抑制作用在1%水平上显著,而在融资约束低的企业中并不显著,这表明社会信任对债券契约条款的抑制作用在企业面临更严重融资约束时更强,进一步地印证了社会信任能够通过缓解企业融资约束、增强企业融资能力实现减少债券契约条款的作用。

(3)考虑信息不对称性。在签订债券契约前,债券投资者主要依靠公开信息评估债券发行方的风险(甄红线和李佳,2024)。当信息不对称程度高时,债券投资者无法准确评估债券发行方的偿债能力,进而会要求设计较为严格的债券契约。社会信任能够提高信息的流通速度,促进沟通与合作,从而缓解企业和投资者的信息不对称。所以本文猜测,社会信任在信息不对称程度更高的企业中对债券契约条款的抑制作用更明显。本文参考孔东民等(2013),使用媒体关注度指标衡量企业和投资者之间的信息不对称程度。新闻媒体是债券投资者获取发行方公开信息的渠道之一。媒体关注度较少的企业的信息相对不够透明,投资者获得企业内部信息的渠道更少,因此社会信任更能发挥桥梁作用,缓和双方的交易摩擦,促进沟通与合作,从而减少债券契约条款的使用。信息不对称的异质性检验结果列示在表7的第(5)(6)列。结果显示,在媒体

关注度较低的企业,社会信任在5%水平上显著地减少企业债券契约条款,而对于媒体关注度较高的企业,社会信任对企业债券契约条款的影响并不显著。这表明,社会信任在信息不对称更严重的企业中更能发挥对债券契约条款的抑制作用。

## 2. 制度环境

制度经济学认为非正式制度可以弥补正式制度的缺陷,社会信任作为非正式制度对正式制度具有替代作用。在法律等正式制度不完善的地方,社会信任能更好发挥对经济活动的促进作用(王艳和李善民,2017)。一个地区对投资者的法律保护水平越高,债券投资者的利益越不容易被债券发行方侵占,从而投资者对限制性契约条款的需求也越小(冯晓晴等,2022)。在法治环境好的地区,债权人保护程度能有效替代债券契约条款的使用,投资者的保护机制越完善,债券契约数量越少(Qi等,2010;Miller和Reisel,2012;Hong等,2015)。而在法治环境较差的地区,投资者的债权难以得到保护,社会信任将被优先考虑,作为债券买卖双方建立交易的依据。因此,本文认为当正式制度(法治环境)不足时,非正式制度替代作用更大,社会信任更能发挥对债券契约条款的抑制作用。本文借鉴樊纲等(2003)的方法,使用市场化指标中的第五个分量:市场中介组织发育和法律环境制度以衡量地区的法治环境水平。法治环境的异质性检验结果见表7第(7)(8)列。当企业处于法治环境差的地区,社会信任对债券契约条款的作用在5%水平上显著,而在法治环境好的地区并不显著,这表明社会信任对债券契约条款的抑制作用在法治环境较差的地区更强,同时也印证了社会信任作为非正式制度对正式制度的替代作用。

## 五、进一步分析

### (一) 债券契约条款和债券发行利差的替代作用

以往的研究认为债券契约条款能够降低债券违约风险即债券发行利差(陈超和李睿伊,2014;史永东等,2018)。本文认为,债券发行利差和债券契约条款同是债券发行成本,并且二者能够相互替代。一条直观的证据是债券的条款和利差都能反映债券违约风险。例如,林晚发等(2022)发现因为“评级包装”的存在,投资者会逆向选择,在事先判断债券附带担保条款是资质较差的信号,从而认为该债券是高风险的。

不完全契约理论指出,由于信息不对称、经济不确定性以及执行成本高昂(杨瑞龙和卢周来,2004;Baliga和Sjöström,2009)等原因,导致契约无法完全涵盖所有可能的情况和行动,从而产生剩余控制权和剩余收入的归属问题(Grossman和Hart,1986;Hart和Moore,1990)。债券契约条款的设置就是为了界定资金剩余控制权的归属(Nini等,2012),债券契约条款对债权人保护的强弱程度体现了对资金剩余控制权的约束程度(Aghion和Bolton,1992),而债券发行利差则是资金对应的剩余收入。因此,二者同是违约风险的补偿,都是企业发行债券所支付的对价,作为交易费用,二者是同质且可以相互替代的。

首先,债券契约条款并非必须。在理想的情形下,企业能完全偿还债券,投资者也能事先知悉企业的偿债能力与意愿,就无须要求限制性条款,企业也不会支付超出无风险利率的报酬,此时企业债券价值与国债等同。退一步说,如果企业存在违约可能,投资者仍能在事先判断企业违约风险大小并以此要求等价的风险报酬。这两种情况下,因为产权界定明晰并且没有信息不对称,则不需要债券契约条款来分配资金的剩余控制权。

其次,债券契约条款亦有成本。在现实中,由于信息不对称的存在,产权无法绝对界定,所以在2014年之前,即便公司债券有刚性兑付保证,契约条款仍被广泛使用。因为风险厌恶的投资者偏好更低风险,他们愿意让渡一定的风险收益换取资金的剩余控制权,虽然增加条款减少

债券利差收益,但能一定程度避免违约发生后的血本无归。但是,因为高昂的债券契约条款执行和监督成本,导致契约不能完备,意图通过债券契约条款完全转移违约风险,或者说完全掌控资金的剩余控制权成为不可能。甚至这种成本超过直接支付利差,所以零风险利差的公司债券几乎不存在。因为违约风险不能完全消除或转移,条款只是未被分配的剩余控制权的具象化,它和剩余收入货币化的利差共同组成了全部的发行成本,最终条款的多少和利差的高低是企业与债权人博弈的结果。所以,企业债券契约条款和债券发行利差是相互替代的关系,债券限制性条款越容易被执行,债务契约条款的利率也越低(Aghion和Bolton, 1992)。

为了检验二者的替代关系,本文借鉴陈超和李榕伊(2014)、Gertler和Karadi(2015)的方法,计算企业发行债券的票面利率减去同一天发行的同期国债的票面利率,得到债券的发行利差(*Spread*)。表8第(1)列和第(2)列呈现了在控制了社会信任后,*Cov1*对*Spread*的回归结果。系数显著为负,表明作为债券发行隐性成本的契约条款和作为显性成本的债券发行利差之间具有替代关系。在第(3)列,仅使用*Spread*对*Cov1*进行回归,回归结果仍然显著为负,进一步验证了我们的猜想。进一步地,使用第(3)列中*Spread*系数,我们构造债券发行的总成本(*Totalcost*)如式(6)所示,即债券契约条款和债券发行利差之和。

$$Totalcost = Cov1 - \beta_1 Spread \quad (6)$$

在表8第(4)列呈现了社会信任对债券发行总成本(*Totalcost*)的回归结果,*Trust1*的系数为负,且在5%的水平显著。这表明社会信任能够降低由债券契约条款和债券发行利差共同组成的债券发行成本,进一步验证了本文的研究假说H1。

表8 债券契约条款和债券发行利差替代性检验结果

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	<i>Cov1</i>	<i>Cov1</i>	<i>Cov1</i>	<i>Totalcost</i>	高社会信任	低社会信任
<i>Trust1</i>	-0.405** (-2.20)			-0.405** (-2.34)		
<i>Spread</i>	-0.047** (-2.18)	-0.046** (-2.14)	-0.047** (-2.17)		-0.078** (-2.33)	-0.027 (-1.21)
<i>Trust2</i>		-0.725** (-2.06)				
<i>Controls</i>	YES	YES	YES	YES	YES	YES
<i>Year/Industry</i>	YES	YES	YES	YES	YES	YES
<i>Constant</i>	4.395*** (3.55)	3.427*** (3.40)	2.859*** (3.16)		3.482*** (3.07)	2.325* (1.88)
<i>N</i>	1213	1213	1213	1213	602	611
<i>R</i> <sup>2</sup>	0.183	0.182	0.179	0.042	0.277	0.343

## (二)替代作用与社会信任

进一步地,以社会信任中位数分组,本文检验发行利差对契约条款的替代作用和社会信任的关系,结果列示在表8的第(5)列和第(6)列。高社会信任组和低社会信任组的*Spread*系数均为负,这表明在社会信任子样本中债券发行利差对债券条款仍有替代关系。但是,第(5)列*Spread*系数为-0.078,是第(6)列*Spread*系数-0.027的两倍多,且第(5)列在5%水平上显著,而第(6)列结果并不显著。这表明,在社会信任高的组,利差对条款的替代作用更为明显。原因可能是作为一种难以强制执行和受到外部监督的制度,债券契约条款的约束力很大程度上取决于企业自身的信誉和自觉。在社会信任较低的地区,企业的信誉受到影响,而债券投资者对企业的信任亦有限。投资者对企业履行条款的信心不足,相应地,债券契约条款能发挥的作用也



就不被投资者看好。在社会信任较低的地区,相较保护力度有限的债券契约条款,投资者更偏好具有实际收益的利差,因此契约条款和发行利差之间的替代关系并不明显。

## 六、研究结论及政策启示

### (一)研究结论

“融资难、融资贵”是我国企业长期以来都存在的问题。近年来债券市场的蓬勃发展为企业解决融资问题提供了新的渠道,但是因为治理不规范、监管不到位也导致了债券超发、违约等问题的出现,这不仅是对企业信誉的挫伤,也阻碍了债券市场健康发展。债券契约条款是发行债券的重要制度,也是投资者权益的重要保障。然而,最近的文献对债券契约条款的作用提出了质疑。有学者发现,设置担保条款(林晚发等,2022)、交叉违约制度(杨国超和蒋安琪,2022)、事件类条款(刘辰嫣和肖作平,2022)可能会提高债券违约风险,表现为债券信用利差显著更高。如何确保债券契约条款真正发挥应有的作用,是债券研究领域的一个新的话题。本文以债券契约条款的治理作为切入点,研究社会信任对债券契约条款的抑制作用。研究发现,社会信任可以显著减少公司债券契约条款的数量。机制检验表明,社会信任主要通过增加企业的融资能力、缓解股东和债权人之间的代理冲突,以及降低企业的道德风险水平发挥抑制债券契约条款的作用。异质性分析表明,社会信任对债券契约条款的抑制作用在国有企业、高融资约束、高信息不对称以及法治环境差的样本中更显著。进一步分析发现,社会信任能够减少由相互替代的契约条款和发行利差共同组成的债券发行成本。并且二者的替代关系在社会信任较高的地区表现更为显著,这进一步验证了债券契约条款的发行成本属性。本文从非正式制度视角揭示企业债券发行中契约条款设置的多寡背后的动因,为我国债券市场健康发展提出新的解释。

### (二)政策启示

本文存在两个方面的政策启示。一方面,本文有助于理解社会信任在微观市场对经济的促进作用。社会信任作为非正式制度,可以降低经济运行的摩擦,减少交易费用,提高经济运行效率。此外,社会信任还可以增强投资者对债券市场的信心,从而吸引更多的投资者参与债券市场。这不仅可以增加市场的流动性,还可以通过分散投资来降低系统性风险。由此出发,政府应该提高公信力和透明度,加强对企业和个人的监管与约束,建立健全社会信用体系。企业等社会组织也应该加强自律,提高自身素质和能力,积极履行社会责任,维护社会公正和公平。另一方面,本文有助于理解债券契约条款的作用与不足。债券契约条款本身构成债券发行的高昂成本,为企业发行债券添加种种限制,对于自觉的企业可能是画蛇添足,对于道德风险严重的企业又可能形同虚设。设置债券契约条款不仅可能偏离保护投资者权益的初衷,它的滥用也可能导致债券过度包装等劣币驱逐良币现象。企业和市场监管者应该设立真正行之有效的债券契约条款,降低债券违约风险,保障债券投资者的权益,最终促进债券市场的健康发展。不仅企业应该制定明确的债券契约条款,切实履行债券履约义务。同时,监管者应该加强对于债券契约条款的规范和管理,完善债券契约条款制度,增加审查和监管,建立健全投资者保护机制,包括但不限于投资者教育、信息披露、风险揭示等。

## 主要参考文献

- [1]安家鹏,孙光国,翟胜宝.经济政策不确定性与公司债券契约条款设计——基于债务人风险规避的视角[J].财贸研究,2021,32(12):82-93.
- [2]陈超,李榕伊.债券融资成本与债券契约条款设计[J].金融研究,2014,(01):44-57.

- [3]陈智, 陈学广, 邓路. 内部控制质量影响公司债券契约条款吗[J]. 会计研究, 2023, (6): 150-166.
- [4]樊纲, 王小鲁, 张立文, 等. 中国各地区市场化相对进程报告[J]. 经济研究, 2003, 38(3): 9-18,89.
- [5]孔东民, 刘莎莎, 应千伟. 公司行为中的媒体角色: 激浊扬清还是推波助澜?[J]. 管理世界, 2013, (07): 145-162.
- [6]李俊青, 韩其恒, 寇海洁. 政府、社会信任与经济增长[J]. 经济研究, 2022, 57(6): 26-44.
- [7]李明辉. 社会信任对审计师变更的影响——基于CGSS调查数据的研究[J]. 审计研究, 2019, (1): 110-119.
- [8]梁上坤, 张媛, 王瑞华. 债券契约条款设置与企业投资行为——基于金融资产视角的考察[J]. 南开经济研究, 2023, (05): 151-167.
- [9]林晚发, 刘岩, 赵仲匡. 债券评级包装与“担保正溢价”之谜[J]. 经济研究, 2022, 57(2): 192-208.
- [10]刘辰嫣, 肖作平. 事件类限制性条款与债券信用利差——基于公司债市场的经验研究[J]. 会计研究, 2022, (9): 140-151.
- [11]吕朝凤, 陈汉鹏, López-Leyva S. 社会信任、不完全契约与长期经济增长[J]. 经济研究, 2019, 54(3): 4-20.
- [12]王艳, 李善民. 社会信任是否会提升企业并购绩效?[J]. 管理世界, 2017, 33(12): 125-140.
- [13]杨国超, 蒋安琪. 债券投资者的“保护盾”还是债务违约的“多米诺”——对债券交叉违约制度的分析[J]. 中国工业经济, 2022, (5): 140-158.
- [14]杨国超, 盘宇章. 信任被定价了吗?——来自债券市场的证据[J]. 金融研究, 2019, (1): 35-53.
- [15]张维迎, 柯荣住. 信任及其解释: 来自中国的跨省调查分析[J]. 经济研究, 2002, 37(10): 59-70,96.
- [16]甄红线, 王三法, 王晓洪. 公司债特殊条款、债券评级与会计稳健性[J]. 会计研究, 2019, (10): 42-49.
- [17]Aghion P, Bolton P. An Incomplete Contracts Approach to Financial Contracting[J]. *The Review of Economic Studies*, 1992, 59(3): 473-494.
- [18]Alderson M J, Betker B L. Liquidation costs and capital structure[J]. *Journal of Financial Economics*, 1995, 39(1): 45-69.
- [19]Allen F, Qian J, Qian M. Law, finance, and economic growth in China[J]. *Journal of financial economics*, 2005, 77(1): 57-116.
- [20]Billett M T, King T H D, Mauer D C. Growth opportunities and the choice of leverage, debt maturity, and covenants[J]. *The Journal of Finance*, 2007, 62(2): 697-730.
- [21]Chava S, Roberts M R. How does financing impact investment? The role of debt covenants[J]. *The Journal of Finance*, 2008, 63(5): 2085-2121.
- [22]Dewatripont M, Tirole J. A Theory of Debt and Equity: Diversity of Securities and Manager-Shareholder Congruence[J]. *The Quarterly Journal of Economics*, 1994, 109(4): 1027-1054.
- [23]Grossman S J, Hart O D. The Costs and Benefits of Ownership: A Theory of Vertical and Lateral Integration[J]. *Journal of Political Economy*, 1986, 94(4): 691-719.
- [24]Jensen M C, Meckling W H. Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure[J]. *Journal of Financial Economics*, 1976, 3(4): 305-360.
- [25]Myers S C. Determinants of corporate borrowing[J]. *Journal of Financial Economics*, 1977, 5(2): 147-175.
- [26]Qiu B Y, Yu J L, Zhang K. Trust and stock price synchronicity: Evidence from China[J]. *Journal of Business Ethics*, 2020, 167(1): 97-109.
- [27]Richardson S. Over-investment of free cash flow[J]. *Review of Accounting Studies*, 2006, 11(2-3): 159-189.
- [28]Shi G F, Sun J F. Corporate bond covenants and social responsibility investment[J]. *Journal of Business Ethics*, 2015, 131(2): 285-303.
- [29]Smith C W, Warner J B. On financial contracting: An analysis of bond covenants[J]. *Journal of Financial Economics*, 1979, 7(2): 117-161.
- [30]Stulz R M, Williamson R. Culture, openness, and finance[J]. *Journal of Financial Economics*, 2003, 70(3): 313-349.
- [31]Williamson O E. Calculativeness, Trust, and Economic Organization[J]. *The Journal of Law & Economics*, 1993, 36(1): 453-486.

# Lack of Knowledge Leads to Doubt, and Lack of Trust Leads to Words: Trust and Bond Covenants

Qiu Baoyin<sup>1</sup>, Cao Wanbin<sup>1</sup>, Huang Jianjun<sup>2</sup>

(1. School of Accounting, Hangzhou Dianzi University, Hangzhou 310018, China;

2. College of Business, Shanghai University of Finance and Economics, Shanghai 200433, China)

**Summary:** Formulating appropriate bond covenants is a means of allocating residual control between creditors and issuers. This paper takes the data of corporate bonds listed and issued on the A-share market from 2007 to 2022 as a sample to test whether social trust reduces the use of corporate bond covenants. The results show that social trust can reduce the number of covenants in corporate bonds, and the results are still valid after a series of robust tests such as the IV method and subsample DID method. Mechanism testing shows that social trust can inhibit the number of bond covenants by increasing their financing ability, alleviating the agency conflict between shareholders and creditors, and reducing the moral hazard of enterprises. Heterogeneity analysis shows that the inhibitory effect of social trust on bond covenants is more significant in the samples of state-owned enterprises, higher financing constraints, higher information asymmetry, and lower legal environment. Further analysis shows that social trust can reduce bond issuance costs, a mutual substitution that is composed of covenants and issuance spreads. This paper reveals the motivation behind the number of covenants in corporate bond issuance from the perspective of informal institutions, and proposes a new explanation for the healthy development of China's bond market.

**Key words:** bond covenants; social trust; transaction costs; bond issuance costs

(责任编辑:王 孜)