

实体企业金融资产投资影响债务违约风险吗？

谢会丽 毛玉娜 闫汇林

摘要：本文基于2007~2022年A股上市公司数据，探究了实体企业金融资产投资对债务违约风险的影响。研究发现：当实体企业金融资产投资未达到最优水平时，增加金融资产投资能够有效降低企业债务违约风险；当实体企业金融资产投资超出最优水平时，增加金融资产投资则会因加剧企业盈余波动性而影响企业内源融资，因增加债务融资成本而影响外源融资，从而加剧企业债务违约风险。本文研究结论为实体企业合理配置金融资产、降低债务违约风险提供理论支持和经验证据。

关键词：实体企业；金融资产投资不足；金融资产过度投资；债务违约风险

中图分类号：F275 **文献标识码：**A **文章编号：**2095-8838(2024)03-0092-12

一、引言

随着金融市场的发展，大量实体企业将资金投向变现能力强、调整成本低、流动性强的金融资产，以期实现资本的保值增值(杜勇等, 2017; 郭丽丽和徐珊, 2021)，应对现金流冲击，分散经营风险，提升投资效率(张昭等, 2018)，增强盈利能力。但是，实体企业将大量资金投入金融业，会降低实物资产投资和企业创新投入(张成思和张步县, 2016; 舒鑫和于博, 2020; 王少华等, 2020)，挤占主业并削弱主业的盈利能力及其持续性(Demir, 2009; 杜勇等, 2017; 王红建等, 2017; 阳暘等, 2021)。而且，金融资产收益的波动性，可能增加企业总收益的不稳定性，进而加大企业的流动性风险和债务违约风险。因此，实体企业金融资产投资与债务违约风险之间的关系及作用机

理，亟待深入探讨。

现有关于实体企业金融资产投资对债务违约风险影响的研究，形成了三种不同观点：第一种观点认为企业增加金融资产投资能够降低债务违约风险，发挥“蓄水池效应”(邓路等, 2020)；第二种观点认为企业金融资产投资的动机是资本套利，金融资产投资比重越高，企业债务违约风险越大(黄贤环等, 2018; 张庆君和侯乐梅, 2021; 方元等, 2023)；第三种观点认为企业金融资产投资对债务违约风险的影响存在拐点，随着金融资产投资比重的增加，该影响由抑制转为促进(扈文秀等, 2021)。但支持该观点的文献在测定特定企业最优金融资产投资水平方面尚显不足。因此，本文运用OLS模型拟合样本公司各期最优金融资产投资水平，识别金融资产投资不足和过度投资的企业，考察实体企业金融资产投资对企业债务违约风险

收稿日期：2023-12-22

基金项目：国家社会科学基金项目(17BGL232)

作者简介：谢会丽，杭州电子科技大学会计学院副教授；

毛玉娜，杭州电子科技大学会计学院硕士研究生；

闫汇林，浙江天平会计师事务所(特殊普通合伙)审计员。

的影响。

本文的边际贡献在于：(1)通过构建模型预测企业最优金融资产投资水平，考察实体企业金融资产投资水平对债务违约风险的影响，为实体企业合理配置金融资产、降低债务违约风险提供经验证据。(2)理清实体企业金融资产过度投资影响债务违约风险的传导机制，为控制由此引发的债务违约风险提供经验证据。研究发现，当实体企业金融资产投资高于最优水平时，增加金融资产投资会加剧企业盈余的波动性，导致企业内源融资不足和外部融资环境恶化，加剧企业债务违约风险。本文的研究结论对于企业管理金融资产投资和防范债务违约风险具有现实意义。

二、理论分析与研究假设

实体企业适度的金融资产投资能够在保障企业流动性的同时，通过发挥“蓄水池效应”提高企业资产的盈利能力(邓路等, 2020; 扈文秀等, 2021)。但随着金融资产投资规模的增加，其可能会对研发投资和实物资产投资产生“挤占效应”(张成思和张步县, 2016; 舒鑫和于博, 2020; 王少华等, 2020; 扈文秀等, 2021)。因此，企业需要找到一个平衡点，即最优金融资产投资水平，以最大化金融投资对企业发展的促进作用(王少华等, 2020)。当实体企业金融资产投资未达到该最优水平时，称为金融资产投资不足；反之，则称为金融资产过度投资。

(一) 实体企业金融资产投资不足与债务违约风险

实体企业金融资产投资未达到最优水平时，继续增加金融资产投资能够发挥“蓄水池效应”，有利于降低企业债务违约风险。首先，相比实物资产，金融资产具有变现能力强、调整成本低的特点，能够在企业资金短缺时提供及时的流动性支持，减少对外源融资的需求，使企业债务水平保持在合理水平，从而降低债务违约风险。其次，一些金融资产的收益率较高，可以提升企业业绩(郭丽丽和徐珊, 2021)，在把控风险的前提下适当投资，增加可用于偿还债务的资金来源。再次，企业可以通过投资金融资产分散经营风险。面对上游原材料价格波动、海外市场汇率波动等外部环境的不确定性，企业可以通过适当投资金融资产规避部分实体经营风险(Demir, 2009)，降低债务违约风险。最后，适量持有金融资产能够弥补企业投资不足，从而提升企业的投资效率(张昭等, 2018)，增强企业的盈利能力和债务保障能力。总之，在实体企业金融资产投资未达到

最优水平时，金融资产投资的增加可以提高收益性和主业效率，降低外源融资需求，缓解融资约束，降低债务违约风险。基于以上分析，提出假设1：

H1：实体企业金融资产投资不足时，增加金融资产投资能够抑制债务违约风险。

(二) 实体企业金融资产投资过度与债务违约风险

首先，实体企业金融资产投资超过最优水平时，继续增加投资将加剧企业盈余的波动，降低通过内源融资获取稳定利润与现金流的可能性，从而加剧债务违约风险。一方面，金融资产收益受宏观经济、市场因素、被投资方情况等影响具有较强的波动性和风险。实体企业配置金融资产过多，企业盈余将会过度依赖于金融资产收益(彭韵超等, 2018)。而实体企业作为物质资料的生产者，对金融资产的风险识别和风险管理能力相对较弱(李建军和韩珣, 2019)，会进一步增强企业金融投资收益波动性和风险。另一方面，过度投资金融资产会挤压固定资产和研发投资等主业投资(张成思和张步县, 2016; 舒鑫和于博, 2020; 王少华等, 2020)，不利于主业的竞争性和成长性，导致主业业绩下滑，影响公司盈余的持续性。因此，企业金融资产过度投资时，金融资产收益的强波动性和高风险与企业主业绩下滑叠加，将导致企业盈余波动性加大，减少可用于归还企业刚性债务的内源性资金支持，加大企业债务违约风险。

其次，实体企业过度投资金融资产将会恶化企业面临的权益性与债权融资环境，提高融资成本，加剧债务违约风险。权益性融资方面，企业超额配置金融资产将导致主业投资和创新减少，竞争力、成长性、收益稳定性和持续性下降，很难获得资本市场的认可，最终降低企业通过权益性融资获取资金偿还债务的可能。债务融资方面，实物资产投资的减少导致企业抵押品数量减少，影响企业的再融资能力；同时，金融资产因会计计量的复杂性和灵活性容易成为企业盈余管理的工具(马红和侯贵生, 2021)，加剧企业与债权人之间的信息不对称性，增加债务资本成本，进一步限制外部债权融资，增加企业债务违约风险。

综上所述，实体企业过度投资金融资产会降低其通过内源融资获取稳定利润与现金流的可能性，以及获取外部权益性、债务性资金支持的可能，减少可用于归还企业刚性债务的资金，加大企业债务违约风险。基于以上分析，提出假设2：

H2：实体企业金融资产过度投资时，增加金融资产投

表 1 变量定义

变量类型	变量名称	变量符号	变量说明
被解释变量	债务违约风险	Gap	公司当年债务违约边界上的运营效率与实际运营效率之差
解释变量	金融资产投资	Fin	公司年末金融资产投资与总资产之比
	金融资产投资不足	Underfin	公司年末实际金融资产投资小于最优金融资产投资的金额
	金融资产过度投资	Overfin	公司年末实际金融资产投资大于最优金融资产投资的金额
控制变量	资本结构	Lev	公司年末总负债与总资产之比
	债务增长率	Wliability	公司当年年末应付票据、应付账款、预收账款、合同负债合计相对于上年年末的增长率
	债务担保能力	Fix	公司年末固定资产净额与总资产之比
	收入质量	Cr	公司当年销售商品提供劳务收到的现金与营业收入之比
	总资产周转率	Tat	公司当年营业收入与年末资产总额之比
	企业成长能力	Growth	公司当年营业收入增长率
	公司规模	Size	公司年末总资产的自然对数
	股权集中度	Top1	公司年末第一大股东持股比例
	独立董事规模	Indir	公司年末独立董事占董事会人数的比重
	企业成熟度	Age	公司上市年限加 1 取自然对数
	社会破产成本	Lnemployee	公司年末雇员人数取自然对数
	审计质量	Big4	公司当年年报经国际“四大”审计取值为 1，否则取值为 0
	行业	Ind	行业虚拟变量
	年度	Year	年度虚拟变量

资会加剧债务违约风险。

三、研究设计

(一) 样本选择和数据来源

本文选取 2007~2022 年沪深 A 股上市公司作为初始研究样本，剔除金融企业和房地产企业、ST 与 *ST 企业以及相关数据缺失的样本，最终得到 32 415 个公司一年度观测值。债务成本(Lcost)数据来源于 Wind 数据库，其他财务指标来源于 CSMAR 数据库。为了消除极端值对实证结果的影响，对所有连续变量在 1% 和 99% 水平上进行了缩尾处理。

(二) 主要变量定义

1. 被解释变量

债务违约风险(Gap)。借鉴丁志国等(2021)的识别方法，债务违约风险以效率缺口(Gap)衡量，即企业债务违约边界上的运营效率与企业实际运营效率的差额。企业债务违约的边界由资本结构和借款利率共同决定，效率缺口越大，企业发生债务违约的可能性越高。

2. 解释变量

金融资产投资(Fin)。金融资产投资采用年末金融资产占总资产的比重度量。借鉴顾雷雷等(2020)研究，金融

资产包括“交易性金融资产”“衍生金融资产”“其他应收款”“买入返售金融资产”“一年内到期的非流动资产”“其他流动资产”“发放贷款及垫款”“可供出售金融资产”“持有至到期投资”“长期股权投资”“投资性房地产”“其他非流动资产”12 个资产负债表项目。其中，“其他应收款”项目能够体现企业通过影子银行进行的融资。此外，本文考虑到 2018 年实施新金融工具准则的影响，调整了 2018 及以后年度变量的定义，纳入了“债权投资”“其他债权投资”和“其他权益工具投资”项目。

金融资产投资不足(Underfin)与金融资产过度投资(Overfin)。借鉴 Richardson(2006)与王少华等(2020)的方法，通过构建模型拟合出企业最优金融资产投资水平。当企业金融资产投资 Fin 的实际值低于最优水平时，残差表示金融资产投资不足；反之，则表示金融资产过度投资。

$$\begin{aligned} \text{Fin}_{it} = & \lambda_0 + \lambda_1 \text{Fin}_{it-1} + \lambda_2 \text{Size}_{it-1} + \lambda_3 \text{Age}_{it-1} + \lambda_4 \text{Roa}_{it-1} + \lambda_5 \text{Growth}_{it-1} \\ & + \lambda_6 \text{Cash}_{it-1} + \lambda_7 \text{Lev}_{it-1} + \lambda_8 \text{Fix}_{it-1} + \sum \text{Ind} + \sum \text{Year} + \varepsilon_{it} \end{aligned} \quad (1)$$

3. 控制变量。借鉴相关文献(陈德球等, 2013；王化成等, 2019；匡海波等, 2020；张馨月, 2021)，本文将资本结构(Lev)、债务增长率(Wliability)、债务担保能力(Fix)、收入质量(Cr)、总资产周转率(Tat)、成长能力(Growth)、

表2 主要变量描述性统计

变量	观测值	均值	标准差	1/4分位数	中位数	3/4分位数	最小值	最大值
Gap	32 415	-0.117	0.095	-0.155	-0.097	-0.054	-0.486	0.051
Fin	32 415	0.140	0.136	0.045	0.096	0.189	0.003	0.736
Underfin	19 197	-0.039	0.043	-0.048	-0.027	-0.013	-0.623	0.000
Overfin	13 218	0.056	0.071	0.013	0.034	0.072	0.000	0.700
Lev	32 415	0.438	0.205	0.278	0.432	0.585	0.049	0.979
Wliability	32 415	0.254	0.694	-0.071	0.108	0.366	-0.803	4.573
Fix	32 415	0.226	0.162	0.100	0.193	0.318	0.001	0.724
Cr	32 415	1.048	0.243	0.924	1.052	1.151	0.419	2.291
Tat	32 415	0.648	0.546	0.359	0.536	0.776	-0.050	11.420
Growth	32 415	0.160	0.415	-0.036	0.097	0.255	-0.589	2.609
Size	32 415	22.250	1.300	21.350	22.080	22.980	19.340	27.530
Top1	32 415	33.520	14.740	22.020	31.090	43.120	8.080	75.050
Indir	32 415	0.376	0.054	0.333	0.364	0.429	0.286	0.571
Age	32 415	2.281	0.684	1.792	2.398	2.890	0.693	3.497
Lnemployee	32 415	7.734	1.259	6.896	7.666	8.506	4.127	11.390
Big4	32 415	0.062	0.240	0.000	0.000	0.000	0.000	1.000

公司规模 (Size)、股权集中度 (Top1)、独立董事规模 (Indir)、企业成熟度 (Age)、社会破产成本 (Lnemployee)、审计质量 (Big4) 作为控制变量。此外，还控制了行业效应 (Ind) 和年度效应 (Year)。

变量具体定义如表 1 所示。

(三) 模型设计

为了检验实体企业金融资产投资对债务违约风险的影响，本文构建了以下回归模型：

$$Gap_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 Fin_{it}^2 + \alpha_2 Fin_{it} + \sum Controls + \sum Ind + \sum Year + \varepsilon_{it}$$

(2)

$$Gap_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 Underfin_{it} + \sum Controls + \sum Ind + \sum Year + \varepsilon_{it}$$

(3)

$$Gap_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 Overfin_{it} + \sum Controls + \sum Ind + \sum Year + \varepsilon_{it}$$

(4)

四、实证结果与分析

(一) 描述性统计

表 2 列示了主要变量的描述性统计结果。其中，债务违约风险 (Gap) 的平均值为 -0.117，最小值为 -0.486，最大值为 0.051，标准差为 0.095，说明样本企业债务违约风险存在较大差异。金融资产投资 (Fin) 的均值为 0.140，表明样本公司金融资产投资占总资产的比例平均为 14.0%。金融资产投资不足 (Underfin) 与金融资产过度投资 (Overfin)

的观测值分别为 19 197 个和 13 218 个，金融资产过度投资的观测值占 40.78%。

(二) 相关性分析

表 3 列示了主要变量之间的相关系数。金融资产投资的平方 (Fin^2) 与债务违约风险 (Gap) 的相关系数为 0.088，且在 1% 水平上显著，初步表明金融资产投资 (Fin) 与债务违约风险 (Gap) 的正 U 型关系。金融资产投资不足 (Underfin) 与债务违约风险 (Gap) 的相关系数为 -0.016，且在 5% 水平上显著，表明当企业存在金融资产投资不足时，增加金融资产投资，债务违约风险会降低，初步验证了假设 1。金融资产过度投资 (Overfin) 与债务违约风险 (Gap) 的相关系数为 0.021，且在 5% 水平上显著，表明当企业存在金融资产过度投资时，增加金融资产投资，债务违约风险会增强，初步验证了假设 2。除独立董事规模 (Indir) 外，其他控制变量均与被解释变量显著相关，说明本文所选取的控制变量均对债务违约风险存在一定的影响，需要加以控制。此外，各主要变量之间的相关系数的绝对值较小，说明本文的回归模型不存在明显的多重共线性。

(三) 回归结果分析

表 4 列示了金融资产投资对企业债务违约风险影响的检验结果。其中，列 (1) 为模型 (2) 的回归结果，金融资产投资二次项 (Fin^2) 的回归系数为 0.0921，在 1% 水平上显著，该结果表明，实体企业金融资产投资与债务违约风险

表 3 主要变量相关系数

	Gap	Fin	Fin ²	Underfin	Overfin	Lev	Wliability	Fix	Cr	Tat	Growth	Size	Top1	Indir	Age	Lemployee
Fin	0.074 ^{***}															
Fin ²	0.088 ^{***}	0.927 ^{***}														
Underfin	-0.016 ^{***}	-0.074 ^{***}	-0.045 ^{***}													
Overfin	0.021 ^{**}	0.579 ^{***}	0.558 ^{***}	0.144 ^{***}												
Lev	0.211 ^{***}	-0.147 ^{***}	-0.134 ^{***}	-0.161 ^{***}	-0.038 ^{***}											
Wliability	-0.011 [*]	-0.063 ^{***}	-0.060 ^{***}	-0.185 ^{***}	-0.013 ^{**}	-0.013 ^{**}										
Fix	0.133 ^{***}	-0.308 ^{***}	-0.266 ^{***}	0.153 ^{***}	-0.234 ^{***}	0.132 ^{**}	-0.055 ^{***}									
Cr	0.057 ^{***}	0.165 ^{***}	0.143 ^{***}	-0.071 ^{***}	0.071 ^{***}	0.010 [*]	0.001 [*]	-0.069 ^{***}								
Tat	-0.271 ^{***}	-0.120 ^{***}	-0.112 ^{***}	0.054 ^{***}	-0.019 ^{***}	0.162 ^{***}	-0.029 ^{***}	-0.040 ^{***}	-0.059 ^{***}							
Growth	-0.141 ^{***}	-0.081 ^{***}	-0.067 ^{***}	-0.042 ^{***}	-0.022 ^{***}	0.019 ^{***}	0.439 ^{***}	-0.042 ^{***}	-0.164 ^{***}	0.090 ^{***}						
Size	0.058 ^{***}	0.002 ^{***}	-0.029 ^{***}	0.098 ^{***}	-0.105 ^{***}	0.383 ^{***}	-0.003 ^{***}	0.118 ^{***}	-0.050 ^{***}	0.063 ^{***}	0.042 ^{***}					
Top1	-0.010 [*]	-0.055 ^{***}	-0.044 ^{***}	0.029 ^{***}	-0.047 ^{***}	0.039 ^{***}	0.004 ^{***}	0.130 ^{***}	-0.010 [*]	0.084 ^{***}	0.005 ^{***}	0.221 ^{***}				
Indir	0.007 ^{***}	0.034 ^{***}	0.021 ^{***}	-0.029 ^{***}	0.023 ^{***}	-0.007 ^{***}	-0.006 ^{***}	-0.052 ^{***}	0.027 ^{***}	-0.025 ^{***}	-0.011 ^{**}	0.010 [*]	0.025 ^{***}			
Age	0.050 ^{***}	0.124 ^{***}	0.108 ^{***}	0.036 ^{***}	-0.023 ^{***}	0.299 ^{***}	-0.076 ^{***}	0.104 ^{***}	0.092 ^{***}	0.080 ^{***}	-0.060 ^{***}	0.333 ^{***}	-0.055 ^{***}	-0.029 ^{***}		
Lemployee	-0.188 ^{***}	-0.152 ^{***}	-0.172 ^{***}	0.162 ^{***}	-0.162 ^{***}	0.309 ^{***}	-0.030 ^{***}	0.196 ^{***}	-0.105 ^{***}	0.191 ^{***}	0.019 ^{***}	0.762 ^{***}	0.210 ^{***}	-0.018 ^{***}	0.223 ^{***}	
Big4	-0.041 ^{***}	0.015 ^{***}	0.005 ^{***}	0.023 ^{***}	-0.020 ^{***}	0.076 ^{***}	-0.022 ^{***}	0.049 ^{***}	0.019 ^{***}	0.037 ^{***}	-0.008 ^{***}	0.352 ^{***}	0.154 ^{***}	0.038 ^{***}	0.057 ^{***}	0.288 ^{***}

注：***、**、* 分别表示 1%、5%、10% 的显著性水平。

之间呈U型关系，当实体企业金融资产投资处于较低水平时，随着金融资产投资的增加，企业债务违约风险呈下降趋势；当实体企业金融资产投资超过最优水平后，随着金融资产投资的增加，企业债务违约风险反而会上升，初步验证了假设1和假设2。列(2)为模型(3)的回归结果。其中，金融资产投资不足(Underfin)的系数为-0.0514，在1%的水平上显著，该结果表明，对于金融资产投资尚未达到最优水平的企业，随着金融资产投资的增加，企业债务违约风险下降，假设1得到进一步验证。列(3)为模型(4)的回归结果。金融资产过度投资(Overfin)的系数为0.0559，在1%的水平上显著，该结果表明，对于金融资产投资过度的企业，随着投资额的增加，企业债务违约风险上升，假设2得到进一步验证。

控制变量的回归结果与以往文献基本一致。具体而言，资本结构(Lev)的回归系数显著为正，说明企业债务水平越高，其发生债务违约的概率越大(王化成等，2019；张馨月，2021)。债务增长率(Wliability)的回归系数显著为正，说明企业经营债务增长越快，其债务违约风险越高。企业规模(Size)的回归系数显著为正，说明企业规模越大，其债务违约风险越高(王化成等，2019)。总资产周转率(Tat)的系数显著为负，说明企业运营效率越高，发生债务违约的概率越小。营业收入增长率(Growth)的回归系数显著为负，说明企业成长能力越好，其债务违约风险越低。社会破产成本(Lemployee)的回归系数显著为负，说明企业社会破产成本越高，其债务违约风险越低。审计质量(Big4)的回归系数显著为负，说明经审计质量较高的会计师事务所审计的企业其债务违约风险相对较低。

(四)内生性检验和稳健性检验

1. 内生性检验

(1)固定效应模型检验。为解决无法

表4 金融资产投资对企业债务违约风险影响的检验结果

	Gap		
	(1) 全样本	(2) 金融资产投资 不足样本	(3) 金融资产过度 投资样本
Fin	0.0022 (0.24)		
Fin ²	0.0921*** (5.97)		
Underfin		-0.0514*** (-3.20)	
Overfin			0.0559*** (4.10)
Lev	0.1228*** (48.02)	0.1231*** (35.88)	0.1151*** (28.85)
Wliability	0.0048*** (6.72)	0.0054*** (5.65)	0.0022* (1.74)
Fix	0.0846*** (25.24)	0.0881*** (23.22)	0.0576*** (11.75)
Cr	-0.0022 (-1.12)	-0.0025 (-1.06)	0.0009 (0.32)
Tat	-0.0308*** (-33.85)	-0.0286*** (-11.54)	-0.0378*** (-11.07)
Growth	-0.0336*** (-27.17)	-0.0369*** (-17.28)	-0.0309*** (-13.92)
Size	0.0279*** (42.72)	0.0284*** (29.70)	0.0287*** (25.61)
Top1	-0.0001* (-1.75)	-0.0001* (-1.89)	-0.0000 (-0.02)
Indir	-0.0024 (-0.30)	0.0015 (0.14)	-0.0066 (-0.51)
Age	-0.0065*** (-8.77)	-0.0092*** (-9.19)	0.0002 (0.20)
Lnemployee	-0.0394*** (-63.36)	-0.0400*** (-41.61)	-0.0398*** (-33.71)
Big4	-0.0179*** (-9.00)	-0.0173*** (-5.90)	-0.0173*** (-4.98)
常数项	-0.4310*** (-36.11)	-0.4271*** (-25.92)	-0.4543*** (-23.45)
行业	控制	控制	控制
年度	控制	控制	控制
观测值	32 415	19 197	13 218
调整R ²	0.3039	0.2971	0.3079

注：括号内为T值。***、**、* 分别表示1%、5%、10%的显著性水平。下同。

表5 内生性检验：固定效应模型

	Gap		
	(1) 全样本	(2) 金融资产投资 不足样本	(3) 金融资产过度 投资样本
Fin	-0.0159 (-1.22)		
Fin ²	0.0665*** (8.46)		
Underfin		-0.0563*** (-4.32)	
Overfin			0.0341*** (2.81)
Lev	0.0800*** (30.72)	0.0711*** (9.75)	0.0897*** (11.32)
Wliability	0.0031*** (6.94)	0.0035*** (4.60)	0.0019* (1.76)
Fix	0.0447*** (11.83)	0.0390*** (4.91)	0.0250** (2.46)
Cr	0.0255*** (17.09)	0.0268*** (8.79)	0.0270*** (8.32)
Tat	-0.0503*** (-49.90)	-0.0491*** (-6.32)	-0.0516*** (-7.46)
Growth	-0.0257*** (-33.03)	-0.0292*** (-16.16)	-0.0236*** (-10.97)
Size	0.0181*** (21.37)	0.0195*** (7.19)	0.0152*** (5.58)
Top1	-0.0001 (-1.17)	-0.0002* (-1.71)	0.0001 (0.39)
Indir	0.0004 (0.05)	0.0099 (0.66)	-0.0100 (-0.54)
Age	-0.0289*** (-16.16)	-0.0317*** (-8.52)	-0.0192*** (-4.49)
Lnemployee	-0.0167*** (-21.86)	-0.0159*** (-6.82)	-0.0190*** (-7.70)
Big4	-0.0074*** (-2.84)	-0.0047 (-0.76)	-0.0091 (-1.09)
常数项	-0.3594*** (-19.46)	-0.3620*** (-6.83)	-0.3089*** (-5.71)
行业	控制	控制	控制
年度	控制	控制	控制
观测值	32 415	19 197	13 218
调整R ²	0.1200	0.2365	0.2463

表 6 内生性检验：考虑资产价格变化和贷款利率因素

	Gap							
	(1) 高消费物价 指数样本组	(2) 低消费物价 指数样本组	(3) 高贷款利率 样本组	(4) 低贷款利率 样本组	(5) 高消费物价 指数样本组	(6) 低消费物价 指数样本组	(7) 高贷款利率 样本组	(8) 低贷款利率 样本组
Underfin	-0.0483** (-2.28)	-0.0478** (-1.96)	-0.0457* (-1.84)	-0.0535** (-2.57)				
Overfin					0.0561*** (3.66)	0.0565** (2.07)	0.0669*** (3.74)	0.0487** (2.30)
常数项	-0.4111*** (-19.98)	-0.4536*** (-16.72)	-0.3559*** (-14.81)	-0.4626*** (-20.77)	-0.4360*** (-17.67)	-0.4666*** (-14.85)	-0.4383*** (-14.77)	-0.4538*** (-17.90)
Controls	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
行业	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
年度	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
观测值	12 060	7 137	8 583	10 614	8 137	5 081	5 622	7 596
调整 R ²	0.3023	0.2936	0.2904	0.3011	0.3091	0.3071	0.3168	0.3026

注：控制变量同表 5，限于篇幅，未列示具体回归结果。

观测的、与特定公司相关且不随时间变化的因素导致的内生性问题，本文采用个体—时间固定效应模型检验企业金融资产投资与债务违约风险之间的关系，回归结果如表 5 所示，与前文结论一致。

(2) 考虑资产价格变动和贷款利率的影响。何亮亮 (2011) 的研究显示，抵押资产价值与贷款违约风险显著正相关。资产价格波动可能影响抵押净值和续贷难度，进而影响债务违约风险。因此，本文基于样本归属期的消费物价指数平均值，将金融资产投资不足样本、金融资产过度投资样本分别划分为高消费物价指数样本组和低消费物价指数样本组，并进行分组检验。检验结果详见表 6 列 (1) 和列 (2)、列 (5) 和列 (6)。结果显示，无论是高消费物价指数样本组，还是低消费物价指数样本组，金融资产投资不足的系数均显著为负，金融资产过度投资的系数均显著为正。这表明，无论资产价格水平如何，前文结论仍成立。

此外，胡金焱和张强 (2017) 发现，提高利率会加剧违约率的上升。为了探讨贷款利率对债务违约风险的影响，本文以 2013 年公布的市场贷款利率为基准，根据样本归属期间 1 年期市场贷款利率报价平均值，将金融资产投资不足样本、金融资产过度投资样本分别进一步划分为高贷款利率样本组和低贷款利率样本组，并进行分组检验，检验结果详见表 6 列 (3) 和列 (4)、列 (7) 和列 (8)。结果显示，

无论是高贷款利率样本组，还是低贷款利率样本组，金融资产投资不足的系数均显著为负，金融资产过度投资的系数均显著为正。这表明，无论续贷成本如何，前文结论仍成立。

(3) 双重聚类调整。为了控制异方差和序列相关问题，本文对标准误在企业 and 年度两个层面进行双重聚类调整，重新对模型 (2) (3) (4) 进行检验，结果如表 7 所示，与前文结论一致。

2. 替换重要变量

(1) 替换被解释变量。本文参考 Merton (1974) 的模型来度量企业的债务违约风险 (EDF)，进行稳健性检验。回归结果如表 8 所示，与前文结论基本一致。

(2) 替换解释变量。当前，关于金融资产的范畴，学术界存在不同的看法，特别是关于长期股权投资、投资性房地产和其他应收款是否应纳入金融资产范畴，尚存争议。胡奕明等 (2017)、彭俞超等 (2018) 并未将上述三项资产视为金融资产；而张成思和郑宁 (2020)、李青原等 (2022) 也未将长期股权投资和其他应收款纳入金融资产的范畴。为了确保研究结果的稳健性，本文在原有金融资产定义的基础上，扣除长期股权投资、投资性房地产和其他应收款，重新测算最优金融资产投资、金融资产投资不足以及金融资产过度投资，并对前述模型进行回归，回归结果如表 9 所示，与前文结论基本一致。

表7 内生性检验：双重聚类调整

	Gap		
	(1) 全样本	(2) 金融资产投资 不足样本	(3) 金融资产过度 投资样本
Fin	0.0004 (0.02)		
Fin ²	0.0910*** (2.91)		
Underfin		-0.0480*** (-2.79)	
Overfin			0.0532*** (3.76)
Lev	0.1223*** (20.19)	0.1218*** (17.88)	0.1155*** (17.03)
Wliability	0.0048*** (6.24)	0.0054*** (5.66)	0.0023* (1.77)
Fix	0.0846*** (11.80)	0.0880*** (11.54)	0.0587*** (6.93)
Cr	-0.0026 (-0.77)	-0.0029 (-0.75)	0.0005 (0.12)
Tat	-0.0300*** (-5.83)	-0.0277*** (-5.01)	-0.0366*** (-6.83)
Growth	-0.0333*** (-18.83)	-0.0366*** (-16.07)	-0.0308*** (-13.08)
Size	0.0287*** (16.27)	0.0291*** (14.77)	0.0296*** (15.01)
Top1	-0.0001 (-0.75)	-0.0001 (-0.97)	-0.0000 (-0.00)
Indir	-0.0050 (-0.27)	0.0006 (0.03)	-0.0123 (-0.58)
Age	-0.0065*** (-3.50)	-0.0092*** (-4.51)	-0.0001 (-0.04)
Lnemployee	-0.0405*** (-21.45)	-0.0409*** (-20.30)	-0.0412*** (-19.35)
Big4	-0.0175*** (-2.92)	-0.0166*** (-2.43)	-0.0177** (-2.44)
常数项	-0.4347*** (-14.40)	-0.4353*** (-12.63)	-0.4525*** (-13.47)
行业	控制	控制	控制
年度	控制	控制	控制
观测值	32 415	19 197	13 218
调整 R ²	0.3049	0.2972	0.3105

表8 稳健性检验：替换债务违约风险变量

	EDF		
	(1) 全样本	(2) 金融资产投资 不足样本	(3) 金融资产过度 投资样本
Fin	-0.0003 (-1.51)		
Fin ²	0.0008** (2.41)		
Underfin		-0.0007*** (-2.63)	
Overfin			0.0006*** (2.67)
Lev	0.0012*** (21.19)	0.0012*** (10.60)	0.0013*** (8.68)
Wliability	-0.0000* (-1.71)	-0.0000** (-2.36)	-0.0000 (-0.65)
Fix	0.0004*** (5.95)	0.0004*** (3.61)	0.0005*** (3.71)
Cr	0.0001* (1.91)	0.0001 (0.83)	0.0001 (1.20)
Tat	-0.0001*** (-3.62)	-0.0001** (-2.32)	-0.0001** (-2.34)
Growth	-0.0001** (-2.04)	-0.0001* (-1.69)	-0.0000 (-1.39)
Size	0.0002*** (11.14)	0.0001*** (6.13)	0.0002*** (5.90)
Top1	-0.0000 (-1.35)	-0.0000 (-0.87)	-0.0000 (-0.96)
Indir	-0.0001 (-0.42)	-0.0001 (-0.56)	-0.0000 (-0.08)
Age	-0.0001*** (-3.02)	-0.0000*** (-2.66)	-0.0000** (-2.04)
Lnemployee	-0.0001*** (-6.08)	-0.0001*** (-3.18)	-0.0001*** (-3.57)
Big4	0.0001*** (3.07)	0.0001 (1.47)	0.0001 (1.29)
常数项	-0.0025*** (-10.09)	-0.0024*** (-5.34)	-0.0029*** (-6.02)
行业	控制	控制	控制
年度	控制	控制	控制
观测值	28 537	16 984	11 553
调整 R ²	0.0562	0.0559	0.0565

表 9 稳健性检验：替换金融资产变量

	Gap		
	(1) 全样本	(2) 金融资产投资 不足样本	(3) 金融资产过度 投资样本
Fin	-0.0061 (-0.50)		
Fin ²	0.0705** (2.47)		
Underfin		-0.0387* (-1.72)	
Overfin			0.0245* (1.69)
Lev	0.1195*** (46.12)	0.1280*** (33.32)	0.1223*** (28.75)
Wliability	0.0043*** (5.97)	0.0049*** (4.42)	0.0037*** (3.07)
Fix	0.0755*** (22.96)	0.0827*** (18.84)	0.0681*** (12.84)
Cr	-0.0007 (-0.34)	-0.0022 (-0.87)	0.0033 (1.01)
Tat	-0.0319*** (-35.02)	-0.0290*** (-11.95)	-0.0296*** (-18.83)
Growth	-0.0339*** (-27.39)	-0.0315*** (-14.21)	-0.0319*** (-16.76)
Size	0.0285*** (43.56)	0.0299*** (28.18)	0.0282*** (26.52)
Top1	-0.0001* (-1.71)	-0.0001* (-2.96)	0.0000 (0.44)
Indir	-0.0021 (-0.26)	-0.0098 (-0.83)	-0.0094 (-0.67)
Age	-0.0050*** (-6.78)	-0.0054*** (-4.28)	0.0014 (0.95)
Lnemployee	-0.0403*** (-64.95)	-0.0419*** (-39.68)	-0.0402*** (-38.78)
Big4	-0.0174*** (-8.73)	-0.0206*** (-6.35)	-0.0134*** (-4.04)
常数项	-0.4357*** (-36.34)	-0.4483*** (-24.47)	-0.4520*** (-23.07)
行业	控制	控制	控制
年度	控制	控制	控制
观测值	32 415	16 830	10 841
调整 R ²	0.2994	0.2891	0.3089

表 10 稳健性检验：更换样本区间

	Gap		
	(1) 全样本	(2) 金融资产投资 不足样本	(3) 金融资产过度 投资样本
Fin	-0.0014 (-0.15)		
Fin ²	0.0916*** (5.72)		
Underfin		-0.0461*** (-2.76)	
Overfin			0.0552*** (3.90)
Lev	0.1212*** (45.09)	0.1205*** (33.79)	0.1147*** (27.24)
Wliability	0.0050*** (6.56)	0.0060*** (5.83)	0.0021 (1.53)
Fix	0.0839*** (23.75)	0.0882*** (22.02)	0.0569*** (10.88)
Cr	-0.0029 (-1.40)	-0.0033 (-1.35)	0.0003 (0.12)
Tat	-0.0291*** (-30.61)	-0.0265*** (-10.51)	-0.0361*** (-10.20)
Growth	-0.0342*** (-26.44)	-0.0373*** (-16.77)	-0.0315*** (-13.46)
Size	0.0291*** (42.32)	0.0297*** (29.55)	0.0298*** (25.01)
Top1	-0.0001* (-1.76)	-0.0001* (-1.88)	-0.0000 (-0.05)
Indir	-0.0050 (-0.59)	-0.0008 (-0.07)	-0.0109 (-0.81)
Age	-0.0068*** (-8.89)	-0.0097*** (-9.27)	-0.0002 (-0.15)
Lnemployee	-0.0410*** (-62.44)	-0.0415*** (-41.15)	-0.0415*** (-32.84)
Big4	-0.0169*** (-8.03)	-0.0162*** (-5.25)	-0.0167*** (-4.49)
常数项	-0.4360*** (-34.62)	-0.4339*** (-24.88)	-0.4584*** (-22.25)
行业	控制	控制	控制
年度	控制	控制	控制
观测值	29 507	17 513	11 994
调整 R ²	0.3038	0.2961	0.3102

表 11 金融资产过度投资与企业债务违约风险的中介机制检验

	(1) Gap	(2) Rroa	(3) Gap	(4) Lcost	(5) Gap
Overfin	0.0559*** (4.10)	0.0276*** (3.85)	0.0347*** (2.87)	0.0240*** (8.82)	0.0434*** (3.15)
Rroa			0.7684*** (9.15)		
Lcost					0.8858*** (15.13)
常数项	-0.4543*** (-23.45)	-0.1417*** (-50.45)	-0.1425*** (-12.74)	-0.0106*** (-3.25)	-0.4385*** (-21.99)
Controls	控制	控制	控制	控制	控制
行业	控制	控制	控制	控制	控制
年度	控制	控制	控制	控制	控制
观测值	13 218	13 218	13 218	12 308	12 308
调整 R ²	0.3079	0.3417	0.4298	0.3006	0.3243
Sobel Z			4.899***		10.690***
中介效应占比			35.041%		32.562%

注：控制变量同表 10，限于篇幅，未列示具体回归结果。

3. 更换样本区间

考虑到国际金融危机的冲击，本文剔除 2008~2009 年的观测值，重新进行回归检验，回归结果如表 10 所示，与前文结论基本一致。

五、金融资产过度投资对债务违约风险的机制检验

为了防范金融资产过度投资及其对债务违约风险的影响，本文进一步分析了其中的作用机制。基于前文理论分析，实体企业金融资产过度投资可能会通过加剧盈余波动性、增加债务融资成本，恶化企业内外部融资环境，进而增加企业债务违约风险。为此，本文借鉴温忠麟和叶宝娟（2014）的中介效应分析方法，对金融资产过度投资影响企业债务违约风险的机制进行检验。具体检验步骤包括：首先，检验金融资产过度投资度对债务违约风险的影响，见前文模型（4）；其次，检验金融资产过度投资对中介变量的影响，建立模型（5）；最后，同时考察金融资产过度投资和中介变量对债务违约风险的影响，构建模型（6）。

$$\text{Med}_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 \text{Overfin}_{it} + \sum \text{Controls} + \sum \text{Ind} + \sum \text{Year} + \varepsilon_{it}$$

（5）

$$\text{Gap}_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 \text{Overfin}_{it} + \alpha_2 \text{Med}_{it} + \sum \text{Controls} + \sum \text{Ind} + \sum \text{Year} + \varepsilon_{it}$$

（6）

其中， Med_{it} 为中介变量。参考相关文献（张立光等，2021；白雪莲等，2021），本文采用公司 3 年期 Roa 标准差衡量盈余波动性（Rroa），同时以当期利息支出除以负债总额衡量企业债务成本（Lcost），并将两者分别作为中介变量进行中介效应检验。表 11 列（2）和列（3）为盈余波动性作为中介变量的传导机制检验结果。从列（2）可以看出，金融资产过度投资与盈余波动性之间存在显著的正相关关系。列（3）的结果表明，在加入中介变量后，金融资产过度投资（Overfin）的回归系数为 0.0347，在 1% 水平上显著，盈余波动性（Rroa）回归系数为 0.7684，在 1% 水平上显著。Sobel 检验 Z 统计值在 1% 水平上显著，中介效应占比为 35.041%，该结果表明，盈余波动性在金融资产过度投资影响债务违约风险的机制中发挥了中介作用。

表 11 列（4）和列（5）为债务成本作为中介变量的传导机制检验结果。从列（4）可以看出金融资产过度投资与债务成本之间存在显著的正相关关系。列（5）的回归结果表明，在加入中介变量后，金融资产过度投资（Overfin）的回归系数为 0.0434，在 1% 水平上显著，债务成本（Lcost）回

归系数为0.8858,在1%水平上显著。Sobel检验Z统计值在1%水平上显著,中介效应占比为35.562%,该结果表明,债务成本在金融资产过度投资影响债务违约风险的机制中发挥了中介作用。

六、结论与启示

本文通过构建模型拟合出实体企业最优金融资产投资水平,实证检验了实体企业金融资产投资不足和金融资产过度投资对企业债务违约风险的影响。研究表明:实体企业金融资产投资不足时,增加金融资产投资能够降低企业债务违约风险;而金融资产过度投资则会因加剧企业盈余波动而影响内源融资,因增加债务融资成本而影响外源融资,从而加剧企业债务违约风险。

基于以上结论,本文提出如下建议:(1)对于实体企业而言,首先,应当树立正确的金融资产投资观念,配置金融资产应服务于主业发展。应根据自身实际情况适度配置金融资产,既不将金融资产投资视为“洪水猛兽”避而远之,又要避免为追求短期金融收益而忽视能够带来长期稳定收入的主业;其次,企业应强化金融资产投资管理,尤其是金融资产投资规模较大的企业,建议设立专门的金融资产投资管理部门,完善金融资产投资的审批与审核制度,确保企业金融资产投资与其自身经营情况相适应,以抑制过度金融资产投资行为,同时,设立专门风险管理部门,建立健全金融资产投资风险预警机制,加强对金融资产投资的风险管理;最后,企业应强化金融资产投资规模、风险与报酬等相关信息披露,降低信息不对称,改善外部融资环境。(2)对于债权人和外部投资者而言,首先应当理性看待实体企业的金融资产投资行为,结合企业的财务状况判断其金融资产投资水平的合理性,从而做出是否提供贷款或进行投资的决策;其次还应积极监督企业资金的流向,防止企业将资金过度投资于风险较高的金融资产,以避免自身利益受损。

主要参考文献:

- [1] 白雪莲,贺萌,张俊瑞.企业金融化与债务融资成本——来自中国A股上市公司的证据[J].金融论坛,2021,26(7):39-49.
- [2] 陈德球,刘经纬,董志勇.社会破产成本、企业债务违约与信贷资金配置效率[J].金融研究,2013,(11):68-81.
- [3] 邓路,刘欢,侯璨然.金融资产配置与违约风险:蓄水池效应,还是逐利效应? [J].金融研究,2020,(7):172-189.
- [4] 丁志国,丁垣竹,金龙.违约边界与效率缺口:企业债务违约风险识别[J].中国工业经济,2021,(4):175-192.
- [5] 杜勇,张欢,陈建英.金融化对实体企业未来主业发展的影响:促进还是抑制[J].中国工业经济,2017,(12):113-131.
- [6] 方元,陈经纬,宋英男.企业金融化增加了债务违约风险吗?——来自中国上市企业的证据[J].中国注册会计师,2023,(3):50-56.
- [7] 顾雷雷,郭建鸾,王鸿宇.企业社会责任、融资约束与企业金融化[J].金融研究,2020,(2):109-127.
- [8] 郭丽丽,徐珊.金融化、融资约束与企业经营绩效——基于中国非金融企业的实证研究[J].管理评论,2021,33(6):53-64.
- [9] 何亮亮.我国商业银行抵押贷款风险问题研究[D].东北财经大学,2011.
- [10] 胡金焱,张强.贷款利率、违约风险与小额贷款公司收益——基于山东省面板数据的实证研究[J].经济评论,2017,(6):135-147.
- [11] 胡奕明,王雪婷,张瑾.金融资产配置动机:“蓄水池”或“替代”?——来自中国上市公司的证据[J].经济研究,2017,52(1):181-194.
- [12] 扈文秀,朱冠平,李祥发.金融资产持有与企业违约风险:融资约束的中介效应[J].预测,2021,40(3):39-46.
- [13] 黄贤环,吴秋生,王瑶.金融资产配置与企业财务风险:“未雨绸缪”还是“舍本逐末”[J].财经研究,2018,44(12):100-112.
- [14] 匡海波,杜浩,丰昊月.供应链金融下中小企业信用风险指标体系构建[J].科研管理,2020,41(4):209-219.
- [15] 李建军,韩珣.非金融企业影子银行化与经营风险[J].经济研究,2019,54(8):21-35.
- [16] 李青原,陈世来,陈昊.金融强监管的实体经济效应——来自资管新规的经验证据[J].经济研究,2022,57(1):137-154.
- [17] 马红,侯贵生.企业金融化与盈余管理——基于异质性持有目的的研究视角[J].经济经纬,2021,38(1):105-113.
- [18] 彭俞超,倪晓然,沈吉.企业“脱实向虚”与金融市场稳定——基于股价崩盘风险的视角[J].经济研究,2018,53(10):50-66.
- [19] 舒鑫,于博.过度金融化对研发投资的挤出效应与挤出机制[J].河海大学学报(哲学社会科学版),2020,22(6):29-38.

- [20] 王红建, 曹瑜强, 杨庆, 杨笋. 实体企业金融化促进还是抑制了企业创新——基于中国制造业上市公司的经验研究[J]. 南开管理评论, 2017, 20(1): 155-166.
- [21] 王化成, 侯桢然, 刘欢. 战略定位差异、业绩期望差距与企业违约风险[J]. 南开管理评论, 2019, 22(4): 4-19.
- [22] 王少华, 上官泽明, 吴秋生. 高质量发展背景下实体企业金融化如何助力企业创新——基于金融化适度性的视角[J]. 上海财经大学学报, 2020, 22(3): 19-34.
- [23] 温忠麟, 叶宝娟. 中介效应分析: 方法和模型发展[J]. 心理科学进展, 2014, 22(5): 731-745.
- [24] 阳旸, 刘姝雯, 徐照宜, 王青松. 企业金融化对企业业绩的影响研究——基于期限结构异质性视角[J]. 会计研究, 2021, (9): 77-94.
- [25] 张成思, 张步昙. 中国实业投资率下降之谜: 经济金融化视角[J]. 经济研究, 2016, 51(12): 32-46.
- [26] 张成思, 郑宁. 中国实体企业金融化: 货币扩张、资本逐利还是风险规避? [J]. 金融研究, 2020, (9): 1-19.
- [27] 张立光, 张婷婷, 贺康. 实体企业金融化影响企业信贷环境吗? ——基于分析师预测的视角[J]. 财经论丛, 2021, (10): 70-78.
- [28] 张庆君, 侯乐梅. 实体企业金融化对债务风险的影响——基于A股制造业企业的经验证据[J]. 武汉金融, 2021, (6): 32-42.
- [29] 张馨月. 管理者能力与债券违约风险[J]. 经济与管理评论, 2021, 37(4): 113-124.
- [30] 张昭, 朱峻莹, 李安渝. 企业金融化是否降低了投资效率[J]. 金融经济研究, 2018, 33(1): 104-116.
- [31] Demir, F. Financial Liberalization, Private Investment and Portfolio Choice: Financialization of Real Sectors in Emerging Markets[J]. Journal of Development Economics, 2009, 88(2): 314-324.
- [32] Merton, R. C. On the Pricing of Corporate Debt: The Risk Structure of Interest Rates[J]. The Journal of Finance, 1974, 29(2): 449-470.
- [33] Richardson, S. Over-investment of Free Cash Flow[J]. Review of Accounting Studies, 2006, 11(2/3): 159-189.

Does the Financial Asset Investment of Non-Financial Enterprises Affect Debt Default Risk?

XIE Huili, MAO Yuna, YAN Huilin

Abstract: This paper explores the impact of the financial asset investment in non-financial enterprises based on the debt default risk based on data of A-share listed companies from 2007 to 2022. The conclusion shows that increasing financial asset investment will effectively reduce the risk of corporate debt default when the financial asset investment of a non-financial enterprise is below the optimal level. It will aggravate the risk of corporate debt default through damaging internal finance from exacerbating surplus volatility and harming external finance from increasing the cost of debt financing when the financial asset investment of a non-financial enterprise is above the optimal level. The conclusion of this paper provides theoretical support and empirical evidence for non-financial enterprises on the rational financial asset allocation and the mitigating of debt default risks.

Key words: non-financial enterprises; under-investment in financial asset; over-investment in financial asset; debt default risk

(责任编辑 杨亚彬)