



财务战略激进与企业债务违约

郭婧^{1,2,3}, 张新民^{3,4}

1 山西财经大学 会计学院, 太原 030006

2 山西财经大学 智能管理会计研究院, 太原 030006

3 对外经济贸易大学 国际商学院, 北京 100029

4 对外经济贸易大学 北京企业国际化经营研究基地, 北京 100029

摘要: 已有研究在企业债务违约的影响因素方面取得了丰硕成果,如社会破产成本、社会关系网络、社会责任、刚性兑付预期、环境不确定性和战略定位等都对企业债务违约产生影响。但是,财务战略是企业进行投融资决策的指导原则,债务违约是投融资失败的典型表现,财务战略如何影响企业债务违约尚未可知。在中国企业债务违约事件集中爆发的大背景下,探寻财务战略对企业债务违约的影响具有重要的理论价值和实践意义。

根据财务战略的职能,将财务战略激进划分为投资战略激进和融资战略激进两个维度,按照投资战略激进-经营效率-债务违约的路径,理论分析并实证检验投资战略激进对企业债务违约的影响机制;在此基础上,探讨融资战略激进与投资战略激进的交互效应对债务违约产生的影响;提出有调节的中介效应模型,进一步厘清融资战略激进在投资战略激进-经营效率-债务违约作用过程中发挥的调节作用;并从企业生命周期、产权异质性和政治关联3个维度,分组检验财务战略激进对企业债务违约的影响;采用工具变量法和替换变量法缓解潜在的内生性问题。

研究表明,激进的投资战略通过降低经营绩效进而加大企业债务违约风险;激进的融资战略加剧投资战略激进与企业债务违约之间的正相关关系,具体表现为激进的融资战略加剧投资战略激进对经营效率的负向影响,也加剧了经营效率低下企业的债务违约风险;进一步研究发现,与成熟期企业相比,处于成长期和衰退期的企业,其财务战略激进对企业债务违约的影响更显著;与国有企业和存在政治关联的企业相比,财务战略激进对企业债务违约的影响在非国有和非政治关联企业更显著。

研究结果在丰富财务战略经济后果、企业债务违约影响因素相关研究成果的同时,为管理者深入理解财务战略激进影响企业债务违约的内在逻辑、提升投融资战略决策的科学性、防控债务违约风险提供一些有益的实践启示。

关键词: 财务战略激进;投资战略激进;融资战略激进;债务违约;企业生命周期

中图分类号: F275 **文献标识码:** A **doi:** 10.3969/j.issn.1672-0334.2023.04.007

文章编号: 1672-0334(2023)04-0088-17

引言

近年来,企业债务违约事件频发已经引起实务界和理论界的广泛关注。自2014年中国债券市场刚性

兑付神话破灭以来到2020年12月31日,信用债累计违约金额高达5364.46亿元人民币,债券违约率从2014年的0.01%攀升至2020年的1.73%,新增违约主

收稿日期: 2020-04-15 **修返日期:** 2022-04-09

基金项目: 国家自然科学基金(71790604)

作者简介: 郭婧,管理学博士,山西财经大学会计学院和智能管理会计研究院副教授、对外经济贸易大学国际商学院博士后,研究方向为财务管理和债务违约等,代表性学术成果为“企业战略激进、信贷周期与债务违约”,发表在2021年第7期《外国经济与管理》,E-mail: guojing8321@163.com

张新民,管理学博士,对外经济贸易大学国际商学院、北京企业国际化经营研究基地教授,研究方向为财务报表分析和财务管理等,代表性学术成果为“资产负债表重构:基于数字经济时代企业行为的研究”,发表在2022年第9期《管理世界》,E-mail: 00153@ustc.edu.cn

体中国有企业和高信用评级企业占比呈上升趋势。不断爆发的企业债务违约事件不仅给投资者带来了巨大的经济损失,还可能通过银行系统将信用风险传导至整个金融体系,甚至引发金融危机。因此,探究企业债务违约的影响因素已成为当前实务界和理论界的重要议题。

从财务表现看,过度使用财务杠杆以推动资产规模快速扩张的激进型财务战略是大多数债务违约企业的共同特征。根据财务职能,财务战略可分为投资战略和融资战略,投资战略在对企业资源禀赋提出要求的同时,也会通过投资效率直接影响内源融资规模;融资战略在为投资战略提供资金保障的同时,也决定了企业的财务风险水平和外部再融资能力。投资战略和融资战略并非孤立存在,而是相互影响、相互制约,共同对企业的现金流产生影响。关于企业债务违约的影响因素,已有研究主要从金融周期^[1]、社会破产成本^[2]、社会关系网络^[3]、社会责任^[4]、刚性兑付预期^[5]、环境不确定性^[6]和战略定位^[7]等方面展开,对财务战略如何影响企业债务违约风险目前知之甚少,更鲜有研究将投融资战略置于同一框架下探索企业债务违约风险。因此,从财务战略激进的视角探寻企业债务违约的影响因素,不仅能够帮助管理者寻求降低企业债务违约风险的途径,还能从更辩证的角度思考企业财务战略,更好地管控宏观金融风险,促进中国经济的高质量发展。

1 相关研究述评

1.1 企业财务战略的影响因素与经济后果

财务战略是在企业总体战略的指导下,为维持企业长期盈利能力、保证资金均衡有效流转而筹集必要资金并高效运用这些资金的方略,是企业一切财务活动的指导思想和原则^[8-9]。围绕企业财务战略的影响因素,已有研究主要在企业生命周期^[10]、经营发展模式和商业周期^[11]等框架下探讨企业财务战略的异同。关于企业财务战略的经济后果,学者们更倾向于将财务战略划分为不同的维度,就其中一个方面探讨财务战略对企业行为的影响。具体表现为,按照财务战略的职能将其划分为筹资战略、投资战略和分配战略,并在此框架下研究财务战略的经济后果,如资本结构对企业加权平均资本成本和企业绩效^[12]的影响、投资战略与企业价值之间的关系^[13-15]、股利增长率和支付率与企业价值之间的关系^[16]。按照综合类型,可将财务战略分为扩张、稳定和收缩3类,学者们特别关注扩张型战略的经济后果,如扩张型战略对企业财务风险的影响^[17]、多元化战略对企业绩效的影响^[18]。

通过梳理发现,关于财务战略相关问题的研究已经取得了丰硕的成果,但仍存在一些值得深入探讨的方面。

研究视角上,大多数研究只是就财务战略的某个方面展开,鲜有研究关注投融资战略之间的内在关联性。本研究将投资战略激进和融资战略激进置于

同一框架下,从投资战略激进出发,按照投资战略激进-经营效率-债务违约的路径,理论分析并实证检验投资战略激进对企业债务违约的影响机制,通过构建有调节的中介效应模型,探讨融资战略激进在投资战略激进-经营效率-债务违约作用过程中如何发挥调节作用,全方位展示财务战略激进对企业债务违约的影响。本研究不仅拓展了企业财务战略的研究框架,还能为管理者探寻债务违约的防控机制提供实践指导。

研究内容上,已有研究尚未考虑企业生命周期对投融资战略实施效果的影响,本研究详细探讨在不同企业生命周期阶段,财务战略激进对债务违约的影响会发生怎样的变化。研究结果在丰富企业财务战略激进经济后果的同时,也为管理者深入理解财务战略激进影响企业债务违约的内在逻辑、提升投融资战略决策的科学性提供有益的实践启示。

1.2 企业债务违约的影响因素

企业债务违约是由于资金链断裂引发的无法偿还到期债务的经济现象,直接探讨企业债务违约影响因素的研究相对较少,这可能与较难获得债务违约数据有关。事实上,关于财务危机、财务困境和财务失败影响因素的研究已经在一定程度上揭示了债务违约的诱因,相关研究主要从债券个体信息、公司特征和宏观环境三方面展开。从债券个体信息看,债券评级和承销商评级能够显著降低债务违约风险,而债券利率与债务违约风险之间呈负相关关系,债券发行规模、发行时间和存续期限等不会影响债务违约风险^[19]。从公司特征看,70%的破产企业都是由内部错误引起的,管理不善^[20]和公司治理弱化^[21]等导致企业战略失误,全要素生产率下降,内源融资供给受限,为了获取更多的外部资金支持,企业很可能进行现金流操控,甚至高杠杆经营,一旦受到外部冲击,企业很容易陷入财务危机^[22],但是,强大的社会网络能够缓解企业发生债务违约的可能性。创新不足使企业产品缺乏竞争力,进而导致利润增速放缓甚至下滑,为企业发生财务危机埋下隐患^[23]。从宏观环境看,宏观经济环境和金融环境突变是企业陷入财务危机的重要因素^[24],经济政策不确定性、经济周期和政府干预等因素影响银企关系和融资约束,进而影响企业陷入财务困境的可能性^[25-27],不仅如此,经济中的负向冲击还通过企业之间的借贷关系将违约风险从高杠杆企业传导至低杠杆企业。

通过梳理发现,已有研究主要从债券个体信息、公司特征和宏观环境等方面探讨企业债务违约的影响因素,鲜有研究从财务战略激进视角深入探讨企业债务违约。债务违约作为企业财务失败的一种表现,是资金供给速度跟不上资金需求速度的结果,而财务战略激进会加剧企业资金需求与供给之间的矛盾。因此,财务战略与企业债务违约之间很可能具有内在联系,有必要基于财务战略激进视角,研究企业债务违约的作用机制和路径。本研究期望能够为提升投融资战略决策的科学性、防控债务违约风险

提供一些有益的启示。

2 理论分析和研究假设

财务战略激进就是企业依靠激进的融资方式(有息负债)推动总资产和营业收入迅速增长的资金筹集和使用方略。根据资金运动观,财务战略可分为资金运用和资金筹集两方面,即投资战略和融资战略。据此,可将财务战略激进划分为投资战略激进和融资战略激进两个维度。本研究将从投资战略激进和融资战略激进两方面探讨财务战略激进对企业债务违约的影响机理。

2.1 投资战略激进与企业债务违约

投资战略是企业总体经营战略的指导下,为维持和扩大生产经营规模,对投资活动所做的长远性和全局性的谋划。从企业设立开始,资产结构就已经深深烙上战略的印记^[28],企业资源配置尤其是财务资源配置是财务战略的基本任务。从近年来国内外发生债务违约企业的现实情况看,最能体现风险的投资战略主要有多元化战略和扩张型战略两类。

从静态看,多元化尤其是非相关多元化是企业投资战略激进的主要表现。企业实施多元化战略的初衷是获得潜在收益、分散经营风险^[29],但更多的研究却支持多元化折价论。首先,多元化战略意味着企业发展的重心逐渐脱离主业,容易造成企业空心化^[30]。根据企业核心能力理论,企业的核心资源才具有独特和持久的优势,多元化将导致企业资产回报率降低,经营效率下降,内源融资供给受限;其次,多元化企业具有过度投资和盲目多元化的倾向,这也将导致企业投资和经营效率低下,侵蚀内源融资;最后,实施多元化战略的企业内部组织结构通常较为复杂,控股股东和管理层对资源的控制力度和广度都更大,信息不对称程度更高,为管理层侵占企业现金、构建商业帝国、过度投资等机会主义行为提供了便利^[31]。因此,多元化企业更容易出现经营效率低下、内源融资供给受限等问题,资金链也更紧张,债务违约风险更大。从现实看,从20世纪90年代的巨人集团到后来的雨润集团,再到今天的海航集团和恒大集团,众多陷入债务违约的知名企业大都经历过非相关多元化的发展阶段,且进入的行业越多,经营绩效越低,出现债务违约的概率越高。据万德经济数据库统计,2010年至2020年中国A股上市企业共有1964家企业发生过债务违约,这些企业涉及的行业数平均为5.53个,最多的覆盖了20个行业,初步印证了多元化战略很可能是企业债务违约的重要诱因。

从动态看,企业的投资战略可分为扩张、稳定和收缩3种。通过扩大规模,企业可以提升固定资产使用效率,降低单位成本,以达到规模经济。但是,企业在短期内以较低的成本获取资源并高效配置资源的能力是有限的,组织结构膨胀、员工队伍扩张、管理效率低下、制度不完善等问题往往与企业规模的快速扩张相伴相生。由于提高效率并非总能实现,随着企业规模的不断扩张,投资效率边际递减,内源

融资不断被侵蚀,企业耐力被过度消耗,最终走向增长极限,对外源融资的依赖程度越来越高。加之中国股权融资门槛较高、程序繁琐,债权融资将成为企业弥补资金缺口的主要途径^[32],随着债务规模的增大,企业对外举债能力逐渐枯竭,很可能陷入速度陷阱,最终以支付能力不足、资金链断裂等形式表现出来。联系近年来中国发生债务违约企业的情况,扩张型战略尤其是超常规增长战略是企业发生债务违约的通病。

综上所述,无论是多元化战略还是扩张型战略都会导致企业经营效率低下、内源融资供给不足,最终爆发债务违约。基于以上分析,本研究提出假设。

H_{1a} 其他条件不变的情况下,企业多元化程度越高,债务违约风险越大,经营效率在多元化战略对企业债务违约的影响中起中介作用;

H_{1b} 其他条件不变的情况下,企业扩张速度越快,债务违约风险越大,经营效率在扩张型战略对企业债务违约的影响中起中介作用。

2.2 融资战略激进的调节效应

融资战略是企业为实现长期发展目标制定的关于融资规模、融资成本、融资方式和融资风险所做的系统性规划,张新民^[33]将此战略称之为资本引入战略,是资产负债表右方负债和股东权益所展示的企业资产的来源结构,也是支撑企业投资战略的动力系统所在,包括股权融资和债权融资两方面。进一步,可将股权融资细分为股东入资和利润积累,将债权融资细分为金融性负债和经营性负债。股东入资不需要偿还本金,对股东的回馈也具有较大弹性,不会增加企业的资金压力,该部分占比越大,对外再融资能力越强,债务违约风险越小;利润积累属于内源融资,是企业自身造血功能的体现,该部分占比越大,内源融资供给越充足,债务违约风险越小;金融性负债的使用成本高、偿还刚性强,是企业债务违约风险的主要来源;经营性负债使用成本低、偿还弹性小,且长期滚动的经营性负债具有长期资金来源的特征,有助于企业固化上下游关系。因此,从风险角度看,金融性负债属于高风险融资,其余3类属于低风险融资。因此,本研究将金融性负债占比作为判断企业融资战略激进的主要标志。

企业投资战略和融资战略并不是孤立存在的,两者相互影响、密不可分。投资对融资具有指导作用,而融资反过来又会约束投资。根据资源基础理论,企业无论实施多元化战略还是扩张型战略都离不开自身拥有的能力和资源禀赋,且以自身拥有的资源作为战略决策的中心和出发点。一方面,激进的融资战略为企业实施多元化战略和扩张型战略提供资金支持,同时融资成本也更高,倒逼企业投资于收益率更高的项目;而高收益与高风险往往相伴相生,这将进一步促使管理者进行激进的投资,形成投资激进与融资激进相互助推并螺旋式上升的态势。另一方面,激进的融资战略还会放大企业经营风险,企业实施多元化战略和扩张型战略所需的财务资源对金

融性负债的依赖程度越高,越偏离盈利支持增长的理念,“外部输血”式无效扩张的程度越严重,“借新还旧”将成为企业维持资金链的主要手段;不仅如此,金融性负债占比过高且长期居高不下还会恶化企业外部融资能力,随着企业再融资能力的枯竭,难以再依靠“借新还旧”维持现有资金链,发生债务违约将成为必然。基于以上分析,本研究提出假设。

H_{2a} 若 H_{1a} 成立,融资战略激进会加剧多元化程度与企业债务违约之间的正相关关系;

H_{2b} 若 H_{1b} 成立,融资战略激进会加剧扩张速度与企业债务违约之间的正相关关系。

2.3 两阶段有调节的中介效应

在 H_{2a} 和 H_{2b} 的基础上,本研究进一步构建一个两阶段有调节的中介效应模型。具体而言,在投资战略激进-经营效率-债务违约风险的作用过程中,企业的多元化程度越高或扩张速度越快,经营效率越低,激进的融资战略将助推企业的过度多元化和超常规扩张行为,经营效率进一步降低;经营效率越低,抗风险能力越差,无论是投资者还是银行等金融机构都不愿意为这类企业提供资金支持,企业的外部融资能力进一步恶化,债务违约风险增大。因此,激进的融资战略会加剧投资战略激进对经营效率的负向影响,也会加剧经营效率对债务违约的负向影响,进而间接影响投资战略激进与企业债务违约之间的正相关关系。基于以上分析,本研究提出假设。

H_{3a} 其他条件不变的情况下,融资战略激进对投资战略激进与经营效率之间的关系具有调节作用,多元化程度(或扩张速度)通过经营效率对企业债务违约的正向间接效应受到该调节作用的影响,融资战略越激进,这种正向的间接影响越强。

H_{3b} 其他条件不变的情况下,融资战略激进对经营效率与债务违约之间的关系具有调节作用,多元化程度(或扩张速度)通过经营效率对企业债务违约的正向间接效应受到该调节作用的影响,融资战略越激进,这种正向的间接影响越强。

综上所述,本研究的理论逻辑框架见图1。

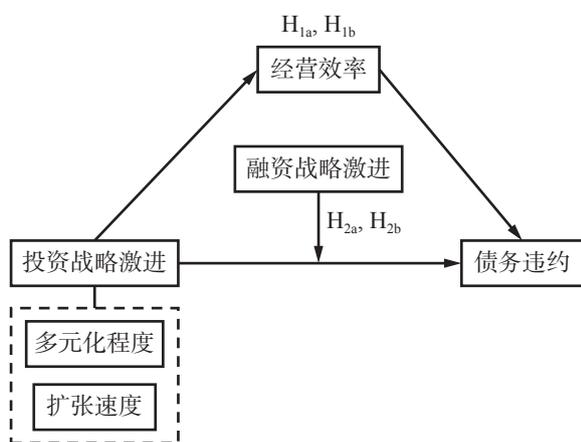


图1 理论逻辑框架

Figure 1 Logical Framework for Theory

3 研究设计

3.1 样本选择和数据来源

本研究以2010年至2019年中国A股上市企业为基础研究样本,对样本进行筛选:①剔除金融类企业;②剔除财务数据缺失的企业;③剔除总资产或所有者权益为负的企业。为了控制极端值的影响,在1%水平上对企业层面所有连续变量进行缩尾处理,最终得到23220个企业-年度观测值。数据主要来自万德金融数据库、国泰安数据库、上海证券交易所和深圳证券交易所网站。

3.2 变量定义

(1) 债务违约

关于企业债务违约样本的选择,已有研究尚未达成共识,多数研究将被特别处理(ST)的企业、首次发生亏损的企业^[34]认定为债务违约企业。事实上,发生亏损或被ST的企业并非都不能偿还到期债务,而不能偿还到期债务的企业也不一定就被ST,将ST或亏损作为企业发生债务违约的标志是不合理的。债务违约是企业货币资金无法满足现有支付需求的一种资金链断裂的现象,本研究借鉴郭婧等^[35]的做法,手工收集实际发生债务违约的企业,采用虚拟变量测量债务违约,发生债务违约的企业取值为1,未发生债务违约的企业取值为0。具体筛选步骤如下:通常情况下,债务人未按规定履行偿债义务时,债权人会采取仲裁或诉讼的方式维护自身利益。因此,①从万德数据库中获取2010年至2019年沪深两市A股上市企业发生诉讼或仲裁的企业样本;②在“案件名称”项目中手工筛选出含“借款合同纠纷”“借款纠纷”“贷款纠纷”“金融借款纠纷”“票据纠纷”“欠款纠纷”“债权债务纠纷”“债务纠纷”的企业;③剔除企业作为原告和担保方而承担连带责任以及金融保险类企业。剩余企业为发生债务违约的样本企业,得到377家债务违约企业样本。

(2) 投资战略激进

目前,关于投资战略激进的实证研究还较少,对投资战略激进的测量尚未达成共识。根据前述分析,企业财务战略激进可以从投资战略激进和融资战略激进两方面予以考察,投资战略激进可以从多元化程度(静态)和扩张速度(动态)两个维度分别进行测量。

①多元化程度。本研究参考李佳霖等^[36]的做法,采用收入熵和赫芬达尔指数测量多元化程度。

$$Etr = \sum p_n \cdot \ln \frac{1}{p_n} \quad (1)$$

$$Hhi = p_n^2 \quad (2)$$

其中, Etr 为收入熵, Hhi 为赫芬达尔指数, p_n 等于企业第 n 类行业主营业务收入与业务收入总额的比值, n 为企业主营业务涉及的行业数量。收入熵的值越大,企业多元化程度越高;赫芬达尔指数的值越小,企业多元化程度越高。

②扩张速度。增长主要表现为营业收入的扩张和总资产规模的增长,也是扩张型战略的典型特征。

本研究采用营业收入增长率和总资产增长率作为企业扩张速度的基础测量指标,借鉴赫芬达尔指数体系的构建方法刻画企业的扩张速度,该值越大,表示企业扩张速度越快。

(3) 经营效率

总资产收益率是基于所有资产考察企业资产的使用效率,能够客观反映企业的经营效益。本研究借鉴徐枫等^[37]的做法,用总资产收益率测量企业经营效率,该值越大,表示每单位资产创造的净利润越多,经营效率越高。

(4) 融资战略激进

融资战略激进在财务上表现为金融性负债增长过快且长期居高不下,本研究用资产金融性负债率测量企业融资战略激进程度,该值越大,表示企业融资战略越激进。

由于财务战略是企业的一项长期财务行动计划,体现在财务指标上有一定的持续性和滞后性。因此,本研究借鉴 BENTLEY et al.^[38]对进攻型战略的测量方法,对投资战略激进和融资战略激进指标均取5年移动平均值。

(5) 控制变量

本研究参考丁志国等^[39]和王化成等^[40]的研究,并结合本研究问题,控制对债务违约有显著影响的相关变量,包括企业规模、现金流量、利润质量、债务担保能力、企业成熟度、大股东持股比例、董事会规模、两职兼任和产权性质。通常情况下,①企业规模越大,管理难度越大,经营风险也越大,但外部融资能力较强,对债务违约的影响尚不能确定;②总资产产生经营活动现金流量的能力、核心利润转化为现金的能力都直接影响企业的偿债能力;③固定资产占总资产的比重越高,对债务的担保能力越强,财务风险越小;④企业年龄越大,越可能处于成熟期,经营活动现金流量越充裕,债务违约风险越小;⑤大股东持股比例越高,发生债务违约时遭受的损失也越大,越有动机采取积极的救助措施避免企业发生债务违约;⑥适度的董事会规模对公司治理效率具有正向影响,但过于庞大的董事会反而造成决策效率低下,增大债务违约风险;⑦董事长与总经理两职合一,公司治理效率较低,债务违约风险较高;⑧从产权性质看,国有企业通常受到政府的“隐性担保”,使其更受投资者青睐,具有更低的融资约束和较小的债务违约风险。此外,本研究还对行业和年份予以控制。上述变量的具体定义见表1。

3.3 模型设计

(1) 投资战略激进与企业债务违约

为检验投资战略激进对企业债务违约的影响机理,构建3个模型,检验H_{1a}和H_{1b}。具体模型为

$$Def_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 Div_{i,t_1 \sim t_5} / Inv_{i,t} + \alpha_l Con_{i,t} + \sum Ind_j + \sum Yea_t + \varepsilon_{i,t}^1 \quad (3)$$

$$Roa_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 Div_{i,t_1 \sim t_5} / Inv_{i,t} + \beta_l Con_{i,t} + \sum Ind_j + \sum Yea_t + \varepsilon_{i,t}^2 \quad (4)$$

$$Def_{i,t} = \delta_0 + \delta_1 Div_{i,t_1 \sim t_5} / Inv_{i,t} + \delta_2 Roa_{i,t_1 \sim t_5} + \delta_l Con_{i,t} + \sum Ind_j + \sum Yea_t + \varepsilon_{i,t}^3 \quad (5)$$

其中, i 为企业, j 为行业, t 为年; Div 为多元化程度, Con 为控制变量; α_0 、 β_0 和 δ_0 为截距项; α_1 、 α_l 、 β_1 、 β_l 、 $\delta_1 \sim \delta_l$ 为各变量的回归系数, l 为控制变量序号,在(3)式和(4)式中 $l=2, \dots, 10$,在(5)式中 $l=3, \dots, 11$; $\varepsilon_{i,t}^1$ 、 $\varepsilon_{i,t}^2$ 和 $\varepsilon_{i,t}^3$ 为误差项。为检验H_{1a},分别用 Etr 和 Hhi 替代3个模型中的 Div 进行回归;为检验H_{1b},用 Inv 进行回归。本研究重点关注 α_1 、 β_1 、 δ_1 和 δ_2 ,根据H_{1a}和H_{1b},本研究预测在(3)式采用 Etr 和 Inv 回归时 α_1 显著为正,采用 Hhi 回归时 α_1 显著为负,表示企业多元化程度越高,企业扩张速度越快,债务违约风险越大。在(4)式和(5)式中,在 α_1 和 β_1 均显著的前提下,如果 δ_1 和 δ_2 均显著,说明经营效率在投资战略激进与债务违约之间具有部分中介效应;如果 δ_2 显著、 δ_1 不显著,说明经营效率在投资战略激进与债务违约之间具有完全中介效应。

(2) 融资战略激进的调节效应

为了进一步考察融资战略激进对投资战略激进与债务违约关系的调节效应,在(4)式的基础上,借鉴温忠麟等^[41]的研究,构建有调节的中介效应模型,以检验H_{2a}、H_{2b}、H_{3a}和H_{3b}。具体模型为

$$Def_{i,t} = \gamma_0 + \gamma_1 Div_{i,t_1 \sim t_5} / Inv_{i,t} + \gamma_2 Lev_{i,t_1 \sim t_5} + \gamma_3 Div_{i,t_1 \sim t_5} / Inv_{i,t} \cdot Lev_{i,t_1 \sim t_5} + \gamma_l Con_{i,t} + \sum Ind_j + \sum Yea_t + \varepsilon_{i,t}^4 \quad (6)$$

$$Roa_{i,t} = \lambda_0 + \lambda_1 Div_{i,t_1 \sim t_5} / Inv_{i,t} + \lambda_2 Lev_{i,t_1 \sim t_5} + \lambda_3 Div_{i,t_1 \sim t_5} / Inv_{i,t} \cdot Lev_{i,t_1 \sim t_5} + \lambda_l Con_{i,t} + \sum Ind_j + \sum Yea_t + \varepsilon_{i,t}^5 \quad (7)$$

$$Def_{i,t} = \theta_0 + \theta_1 Div_{i,t_1 \sim t_5} / Inv_{i,t} + \theta_2 Lev_{i,t_1 \sim t_5} + \theta_3 Div_{i,t_1 \sim t_5} / Inv_{i,t} \cdot Lev_{i,t_1 \sim t_5} + \theta_4 Roa_{i,t_1 \sim t_5} + \theta_5 Roa_{i,t_1 \sim t_5} \cdot Lev_{i,t_1 \sim t_5} + \theta_l Con_{i,t} + \sum Ind_j + \sum Yea_t + \varepsilon_{i,t}^6 \quad (8)$$

其中, γ_0 、 λ_0 和 θ_0 为截距项, $\gamma_1 \sim \gamma_l$ 、 $\lambda_1 \sim \lambda_l$ 、 $\theta_1 \sim \theta_l$ 为各变量的回归系数,在(6)式和(7)式中, $l=4, \dots, 12$,在(8)式中, $l=6, \dots, 14$; $\varepsilon_{i,t}^4$ 、 $\varepsilon_{i,t}^5$ 和 $\varepsilon_{i,t}^6$ 为误差项。(6)式检验不考虑中介效应时融资战略激进在投资战略激进与债务违约之间的调节效应,根据H_{2a}和H_{2b},分别用 Etr 、 Hhi 和 Inv 进行回归,本研究预期采用 $Etr \cdot Lev$ 和 $Inv \cdot Lev$ 回归时 γ_3 显著为正,采用 $Hhi \cdot Lev$ 回归时 γ_3 显著为负,表示融资战略激进会加剧投资战略激进对债务违约的正向影响。(7)式和(8)式检验有调节的中介效应,根据H_{3a}和H_{3b},本研究预期,(7)式中,采用 $Etr \cdot Lev$ 和 $Inv \cdot Lev$ 回归时 λ_3 显著为正,采用 $Hhi \cdot Lev$ 回归时 λ_3 显著为负,表示融资战略激进会加剧投资战略激进对经营效率的负向影响;(8)式中,采用 $Etr \cdot Lev$ 和 $Inv \cdot Lev$ 回归时 θ_3 显著为正,采用 $Hhi \cdot Lev$ 回归时 θ_3 显著为负, θ_5 显著为正,表示融资战略激进通过调节投资战略激进与经营效率之间的关系以及经营效率与债务违约之间的关系,间接调节投资战略激进对企业债务违约的影响。

表1 变量定义
Table 1 Definitions of Variables

| 变量类型 | 变量名称 | 变量符号 | 变量定义 | |
|------|----------------|-------------|--|------------|
| 因变量 | 债务违约 | <i>Def</i> | 发生债务违约的企业取值为1, 否则取值为0 | |
| 自变量 | 投资 战略 激进 | 收入熵 | <i>Etr</i> | 见3.2中的(1)式 |
| | | 赫芬达尔指数 | <i>Hhi</i> | 见3.2中的(2)式 |
| | 扩张速度 | <i>Inv</i> | $\frac{\text{营业收入增长率}^2 + \text{总资产增长率}^2}{1 - \frac{1}{2}}$ | |
| 中介变量 | 经营效率 | <i>Roa</i> | 总资产收益率 | |
| 调节变量 | 融资战略激进 | <i>Lev</i> | $\frac{\text{金融性负债总额}}{\text{资产总额}}$ | |
| 控制变量 | 企业规模 | <i>Siz</i> | 期末总资产的自然对数 | |
| | 现金流量 | <i>Cfl</i> | $\frac{\text{经营活动产生的现金流量净额}}{\text{资产总额}}$ | |
| | 利润质量 | <i>Ope</i> | $\frac{\text{经营活动产生的现金流量净额}}{\text{核心利润}}$ | |
| | 债务担保能力 | <i>Tan</i> | $\frac{\text{固定资产净额}}{\text{资产总额}}$ | |
| | 企业成熟度 | <i>Age</i> | $\ln(\text{企业年龄} + 1)$ | |
| | 大股东持股比例 | <i>Top1</i> | 第一大股东持股比例 | |
| | 董事会规模 | <i>Bsz</i> | $\ln(\text{董事会人数})$ | |
| | 两职兼任 | <i>Dua</i> | 董事长与总经理两职合一取值为1, 否则取值为0 | |
| | 产权性质 | <i>Soe</i> | 国有企业取值为1, 非国有企业取值为0 | |
| | 行业 | <i>Ind</i> | 行业哑变量 | |
| | 年份 | <i>Yea</i> | 年度哑变量 | |

4 实证结果和分析

4.1 描述性统计

表2给出变量的描述性统计结果。*Def*的均值为0.020, 3个百分位数的值均为0, 说明中国A股上市企业发生债务违约的企业占比较小, 约有2%的企业发生过债务违约; 用收入熵和赫芬达尔指数测量的多元化程度均值分别为0.420和0.340, 中位数分别为0.280和0.220, 说明上市企业多元化现象较普遍; 企业扩张速度均值为0.450, 最大值为19.660, 最小值为0, 说明上市企业扩张速度总体较快, 但企业之间差异较大; 经营效率均值为0.060, 最大值为0.270, 最小值为-0.240, 说明A股上市企业资产收益水平普遍较低, 企业之间差异较大; 融资战略激进均值为0.180, 最大值为0.660, 最小值为0, 说明大部分A股上市企业很难获得较多的金融性负债, 信贷资源配置不平衡现象较明显。

4.2 相关性分析

表3给出变量的Pearson相关性检验结果, 因变量、自变量和控制变量之间相关性系数绝对值最大

为0.360, 不存在严重的多重共线性问题。收入熵与企业债务违约显著正相关, 赫芬达尔指数与企业债务违约显著负相关, 扩张速度与企业债务违约显著正相关, 初步验证了本研究假设。

4.3 回归分析

4.3.1 投资战略激进对企业债务违约影响的回归结果

表4给出投资战略激进对企业债务违约影响机理的回归结果, (1)列~(3)列为用收入熵表征的多元化战略对企业债务违约影响的回归结果, 收入熵对债务违约的回归系数为0.120, 对经营效率的回归系数为-0.008, 均在1%水平上显著; (4)列~(6)列为用赫芬达尔指数表征的多元化战略对企业债务违约影响的回归结果, 赫芬达尔指数对债务违约的回归系数为-0.656, 对经营效率的回归系数为0.019, 均在1%水平上显著; (7)列~(9)列为扩张速度对企业债务违约影响的回归结果, 扩张速度对债务违约的回归系数为0.032, 对经营效率的回归系数为-0.003, 均在1%水平上显著。(1)列、(4)列和(7)列的回归结果说明在控制其他相关因素的影响后, 企业多元化程

表2 描述性统计结果
Table 2 Results for Descriptive Statistics

| 变量 | 均值 | 标准差 | 最小值 | 最大值 | 百分位数 | | |
|------------|--------|-------|---------|--------|--------|--------|--------|
| | | | | | 25% | 50% | 75% |
| <i>Def</i> | 0.020 | 0.130 | 0 | 1 | 0 | 0 | 0 |
| <i>Etr</i> | 0.420 | 0.430 | 0 | 1.610 | 0.030 | 0.280 | 0.700 |
| <i>Hhi</i> | 0.340 | 0.240 | 0.190 | 1.010 | 0.530 | 0.220 | 0.970 |
| <i>Inv</i> | 0.450 | 2.450 | 0 | 19.660 | 0.040 | 0.120 | 0.410 |
| <i>Roa</i> | 0.060 | 0.070 | -0.240 | 0.270 | 0.030 | 0.060 | 0.090 |
| <i>Lev</i> | 0.180 | 0.170 | 0 | 0.660 | 0.030 | 0.150 | 0.300 |
| <i>Siz</i> | 22.100 | 1.300 | 19.540 | 26.100 | 21.170 | 21.930 | 22.850 |
| <i>Cfl</i> | 0.040 | 0.070 | -0.200 | 0.240 | 0 | 0.040 | 0.080 |
| <i>Ope</i> | 0.840 | 5.200 | -24.460 | 27.160 | -0.030 | 0.780 | 1.590 |
| <i>Tan</i> | 0.220 | 0.160 | 0 | 0.710 | 0.090 | 0.180 | 0.310 |
| <i>Age</i> | 2.880 | 0.310 | 2.080 | 3.560 | 2.710 | 2.890 | 3.090 |
| <i>Tp1</i> | 0.350 | 0.150 | 0.090 | 0.750 | 0.230 | 0.330 | 0.450 |
| <i>Bsz</i> | 2.150 | 0.200 | 1.610 | 2.710 | 1.950 | 2.200 | 2.200 |
| <i>Dua</i> | 0.270 | 0.440 | 0 | 1 | 0 | 0 | 1 |
| <i>Soe</i> | 0.370 | 0.480 | 0 | 1 | 0 | 0 | 1 |

注：样本观测值为23 220。

度越高,扩张速度越快,越容易发生债务违约。(3)列将收入熵与经营效率同时加入模型中,(6)列将赫芬达尔指数与经营效率同时加入模型中,(9)列将扩张速度与经营效率同时加入模型中,对债务违约进行回归,收入熵、赫芬达尔指数、扩张速度、经营效率的回归系数均显著,说明在控制其他相关因素的影响后,多元化战略和扩张速度通过负向影响经营效率,进而对债务违约产生正向影响,即经营效率在多元化战略和扩张速度两个路径上具有中介作用, H_{1a} 和 H_{1b} 得到验证。

4.3.2 融资战略激进调节效应的回归结果

表5给出融资战略激进在投资战略激进与企业债务违约之间调节效应的回归结果,由于融资战略激进数据存在缺失,且调节变量与因变量之间并不是完全匹配,导致样本观测值由原来的23 220变为22 963和23 024。(1)列、(4)列和(7)列为采用(6)式的回归结果, $Etr \cdot Lev$ 的回归系数为0.490,在10%水平上显著; $Hhi \cdot Lev$ 的回归系数为-0.199,在5%水平上显著; $Inv \cdot Lev$ 的回归系数为0.148,在5%水平上显著。说明在控制其他相关因素的影响后,融资战略激进加剧了多元化战略和扩张型战略对债务违约的正向影响, H_{2a} 和 H_{2b} 得到验证。(2)列、(5)列和(8)列为采用(7)式的回归结果, $Etr \cdot Lev$ 的回归系数为-0.018, $Hhi \cdot Lev$ 的回归系数为0.036, $Inv \cdot Lev$ 的回归

系数为-0.025,均在5%水平上显著。说明在控制其他相关因素的影响后,融资战略激进加剧了多元化战略和扩张型战略对经营效率的负向影响。(3)列、(6)列和(9)列为采用(8)式的回归结果, $Roa \cdot Lev$ 的回归系数分别为-0.366、-0.118、-0.703,均在5%及以上水平上显著,说明在控制其他相关因素的影响后,融资战略激进加剧了经营效率低下企业的债务违约风险。综上所述,融资战略激进通过影响投资战略激进与经营效率的关系以及经营效率与企业债务违约的关系,间接对投资战略激进与债务违约的关系产生影响,融资战略越激进,这种正向的间接影响越强, H_{3a} 和 H_{3b} 得到验证。

5 进一步分析

从现实看,并非所有采取激进型财务战略的企业都会发生债务违约,这就启示我们,研究财务战略激进与企业债务违约的关系,不仅要厘清上述两者之间的总体相关性,更需要挖掘潜在异质性对上述关系的影响,只有这样,才能为企业财务战略决策提供更有效和精准的理论支持。企业实施激进的投资战略需要依附于现有的能力和资源,在不同的生命周期阶段,企业的盈利能力和成长性等都有较大差异,财务战略的执行效果也大不相同;企业的所有权性质和政治关联也会影响其信贷资源获取能力,进而

表 3 相关系数
Table 3 Correlation Coefficients

| | Def | Etr | Hhi | Inv | Roa | Lev | Siz | Cfl | Ope | Tan | Age | Tp1 | Bsz | Sua | Soe |
|-----|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|----------|----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----|
| Def | 1 | | | | | | | | | | | | | | |
| Etr | 0.015** | 1 | | | | | | | | | | | | | |
| Hhi | -0.032*** | -0.230*** | 1 | | | | | | | | | | | | |
| Inv | 0.019*** | -0.006 | -0.004 | 1 | | | | | | | | | | | |
| Roa | -0.099*** | -0.086*** | 0.113*** | 0.090*** | 1 | | | | | | | | | | |
| Lev | 0.053*** | 0.106*** | -0.111*** | -0.057*** | -0.243*** | 1 | | | | | | | | | |
| Siz | -0.039*** | 0.148*** | -0.099*** | -0.068*** | 0.024*** | 0.223*** | 1 | | | | | | | | |
| Cfl | -0.044*** | -0.058*** | 0.079*** | -0.085*** | 0.360*** | -0.146*** | 0.067*** | 1 | | | | | | | |
| Ope | -0.011 | -0.003 | 0.006 | -0.036*** | 0.012*** | 0.011* | 0.037*** | 0.214*** | 1 | | | | | | |
| Tan | -0.009 | -0.054*** | 0.046*** | -0.151*** | -0.054*** | 0.296*** | 0.085*** | 0.246*** | 0.092*** | 1 | | | | | |
| Age | -0.051*** | 0.142*** | -0.149*** | -0.058*** | -0.114*** | 0.108*** | 0.155*** | 0.001 | 0.010 | -0.035*** | 1 | | | | |
| Tp1 | -0.055*** | -0.045*** | 0.067*** | -0.065*** | 0.149*** | 0.015** | 0.205*** | 0.102*** | 0.007 | 0.076*** | -0.168*** | 1 | | | |
| Bsz | 0.022*** | 0.025*** | -0.009 | -0.074*** | 0.010 | 0.151*** | 0.245*** | 0.038*** | 0.020** | 0.151*** | 0.027*** | 0.010 | 1 | | |
| Dua | 0.009 | -0.047*** | 0.045*** | 0.051*** | 0.042*** | -0.112*** | -0.175*** | -0.011* | -0.016** | -0.096*** | -0.083*** | -0.042*** | -0.163*** | 1 | |
| Soe | -0.005 | 0.119*** | -0.104*** | -0.109*** | -0.083*** | 0.217*** | 0.241*** | 0.009 | 0.025*** | 0.202*** | 0.103*** | 0.214*** | 0.253*** | -0.293*** | 1 |

注: ***为在1%水平上显著, **为在5%水平上显著, *为在10%水平上显著, 下同。

表4 投资战略激进对债务违约影响机理的回归结果
Table 4 Regression Results for Influence Mechanism of Investment Strategy Aggressiveness on Debt Default

| | <i>Def</i> | <i>Roa</i> | <i>Def</i> | <i>Def</i> | <i>Roa</i> | <i>Def</i> | <i>Def</i> | <i>Roa</i> | <i>Def</i> |
|------------|-----------------------|------------------------|-----------------------|-----------------------|------------------------|-----------------------|-----------------------|------------------------|-----------------------|
| | (1) | (2) | (3) | (4) | (5) | (6) | (7) | (8) | (9) |
| <i>Etr</i> | 0.120*** (0.210) | -0.008*** (-5.590) | 0.068** (0.480) | | | | | | |
| <i>Hhi</i> | | | | -0.656*** (-2.690) | 0.019*** (7.430) | -0.559** (-2.280) | | | |
| <i>Inv</i> | | | | | | | 0.032*** (2.250) | -0.003*** (-11.630) | 0.047*** (3.160) |
| <i>Roa</i> | | | -0.695*** (-6.260) | | | -0.623*** (-3.180) | | | -5.830*** (-6.460) |
| <i>Siz</i> | -0.279*** (-4.310) | 0.003*** (5.740) | -0.225*** (-3.360) | -0.284*** (-4.450) | 0.003*** (5.660) | -0.231*** (-3.490) | -0.272*** (-4.260) | 0.003*** (5.090) | -0.218*** (-3.310) |
| <i>Cfl</i> | -4.354*** (-4.860) | 0.387*** (32.830) | -2.279** (-2.250) | -4.256*** (-4.720) | 0.384*** (32.770) | -2.239** (-2.210) | -4.258*** (-4.820) | 0.393*** (33.310) | -2.087** (-2.100) |
| <i>Ope</i> | -0.005 (-0.510) | -0.001*** (-8.720) | -0.007 (-0.680) | -0.006 (-0.530) | -0.001*** (-8.710) | -0.007 (-0.680) | -0.005 (-0.480) | -0.001*** (-8.650) | -0.006 (-0.630) |
| <i>Tan</i> | 1.522*** (2.980) | -0.081*** (-17.760) | 1.053** (1.990) | 1.548*** (3.030) | -0.081*** (-17.830) | 1.092** (2.060) | 1.569*** (3.070) | -0.075*** (-16.620) | 1.113** (2.120) |
| <i>Age</i> | -1.368*** (-5.150) | -0.008*** (-3.300) | -1.325*** (-4.870) | -1.319*** (-4.950) | -0.007*** (-3.080) | -1.280*** (-4.700) | 1.395*** (5.250) | -0.008*** (-3.460) | 1.345*** (4.940) |
| <i>Tp1</i> | -2.711*** (-4.560) | 0.051*** (11.330) | -2.262*** (-3.800) | -2.647*** (-4.470) | 0.051*** (11.190) | -2.216*** (-3.740) | -2.704*** (-4.560) | 0.054*** (12.050) | -2.224*** (-3.750) |
| <i>Bsz</i> | 0.809** (2.100) | 0.004 (1.310) | 0.764** (1.980) | 0.790** (2.050) | 0.004 (1.210) | 0.748* (1.940) | 0.793** (2.070) | 0.006* (1.860) | 0.738* (1.920) |
| <i>Dua</i> | 0.193 (1.250) | 0.003** (2.100) | 0.181 (1.180) | 0.195 (1.270) | 0.003** (2.060) | 0.183 (1.200) | 0.193 (1.250) | 0.003* (1.900) | 0.184 (1.190) |
| <i>Soe</i> | -0.025 (-0.160) | -0.015*** (-9.490) | -0.017 (-0.110) | -0.005 (-0.030) | -0.014*** (-9.380) | -0.032 (-0.210) | -0.044 (-0.290) | -0.014*** (-9.190) | -0.004 (-0.030) |
| 样本观测值 | 23 220 | 23 220 | 23 220 | 23 220 | 23 220 | 23 220 | 23 220 | 23 220 | 23 220 |
| 卡方值 | 237.736 | 323.100 | 319.100 | 239.201 | 219.143 | 318.742 | 238.999 | 298.100 | 320.505 |
| R^2 | 0.089 | 0.135 | 0.110 | 0.091 | 0.214 | 0.111 | 0.090 | 0.117 | 0.112 |

注：括号内数据为 t 值，下同。

影响财务战略执行效果。因此，本研究从企业生命周期、所有权性质、政治关联三方面进一步探讨财务战略激进对企业债务违约的影响。

5.1 企业生命周期

生命周期理论认为，在不同的发展阶段，企业的规模、盈利性、成长性、投融资策略和研发创新意愿等都有明显差异，资源禀赋也有所不同^[42]。激进的财务战略不仅对企业自身资源禀赋提出更高的要求，还会影响财务战略的执行效果。因此，本研究推断，财务战略激进对企业债务违约的影响在不同的生命周期阶段可能存在差异。目前多数研究将企业生命周期划分为成长期、成熟期和衰退期3个阶段^[43]，本

研究也遵从这一划分方式。

处于成长期的企业，市场占有率和投资成功率都较低，极大地限制了企业内源融资规模；不仅如此，成长期企业市场声誉较低，外部资金提供者对其通常持谨慎态度，外源融资获取能力也较差。因此，处于成长期的企业，无论是在行业上进行多元化布局，还是在扩张速度上选择超常规增长，都更容易出现经营效率低下，加之成长期企业外源融资能力较差，如果此时再选择激进的融资战略，发生债务违约的可能性将大大提高。

处于成熟期的企业，已经拥有相当份额的市场占有率，盈利能力较为稳定，内源融资约束得以缓解，

表5 融资战略激进调节效应的回归结果
Table 5 Regression Results for Moderating Effects of Financing Strategy Aggressiveness

| | <i>Def</i> | <i>Roa</i> | <i>Def</i> | <i>Def</i> | <i>Roa</i> | <i>Def</i> | <i>Def</i> | <i>Roa</i> | <i>Def</i> |
|-----------------------|---------------------------------|------------------------------------|-----------------------------------|-----------------------------------|-----------------------------------|-----------------------------------|---------------------------------|------------------------------------|----------------------------------|
| | (1) | (2) | (3) | (4) | (5) | (6) | (7) | (8) | (9) |
| <i>Etr</i> | 0.438 [*] (1.860) | -0.010 ^{***} (-4.420) | 0.421 [*] (1.880) | | | | | | |
| <i>Lev</i> | 3.423 ^{***} (6.330) | -0.097 ^{***} (-15.460) | 2.605 ^{***} (4.270) | 0.542 (0.500) | -0.062 ^{***} (-5.250) | -0.486 (-0.460) | 2.995 ^{***} (6.770) | -0.090 ^{***} (-17.850) | 2.156 ^{***} (4.210) |
| <i>Etr · Lev</i> | 0.490 [*] (1.760) | -0.018 ^{**} (-2.160) | -1.461 [*] (-1.790) | | | | | | |
| <i>Hhi</i> | | | | -1.394 ^{***} (-3.500) | 0.022 ^{***} (5.640) | -1.411 ^{***} (-3.700) | | | |
| <i>Hhi · Lev</i> | | | | -0.199 ^{**} (-2.330) | 0.036 ^{**} (2.490) | 3.503 ^{***} (2.630) | | | |
| <i>Inv</i> | | | | | | | 0.060 ^{***} (3.070) | 0.003 ^{***} (8.820) | 0.065 ^{***} (3.270) |
| <i>Inv · Lev</i> | | | | | | | 0.148 ^{**} (2.180) | -0.025 ^{**} (-0.120) | -0.157 ^{**} (-1.960) |
| <i>Roa</i> | | | -1.667 (-1.050) | | | -1.383 (-0.860) | | | -2.021 (-1.280) |
| <i>Roa · Lev</i> | | | -0.366 ^{***} (-2.690) | | | -0.118 ^{***} (-2.870) | | | -0.703 ^{**} (-2.530) |
| 控制变量 | 控制 | 控制 | 控制 | 控制 | 控制 | 控制 | 控制 | 控制 | 控制 |
| 样本观测值 | 22 963 | 23 024 | 22 963 | 22 963 | 23 024 | 22 963 | 22 963 | 23 024 | 22 963 |
| 卡方值 | 259.028 | 289.124 | 382.468 | 256.697 | 278.226 | 391.063 | 257.750 | 304.153 | 386.389 |
| <i>R</i> ² | 0.108 | 0.134 | 0.126 | 0.111 | 0.213 | 0.129 | 0.109 | 0.214 | 0.127 |

表6 企业在不同生命周期阶段的现金流特征组合
Table 6 Combination of Cash Flow Characteristics of Enterprises in Different Life Cycle Stages

| 现金流 | 成长期 | | 成熟期 | | 衰退期 | | | |
|---------|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|
| | 初创期 | 增长期 | 成熟期 | 衰退期 | 衰退期 | 衰退期 | 淘汰期 | 淘汰期 |
| 经营现金流净额 | - | + | + | - | + | + | - | - |
| 投资现金流净额 | - | - | - | - | + | + | + | + |
| 筹资现金流净额 | + | + | - | - | + | - | + | - |

随着市场声誉的建立,企业能够以较低的成本获得较大额度的信贷支持。因此,成熟期企业稳定且丰厚的内源融资以及良好的外部融资能力都能为其实施多元化或扩张型战略提供资金支持,即使企业出于谋发展的需要,选择以激进的融资战略支撑激进的投资战略,发生债务违约的概率也不会太高。

当企业进入衰退期后,市场份额和销售收入开始减少,经营性现金流相对匮乏,内源融资很难为企业实施多元化或扩张型战略提供资金支持。如果企业依靠激进的融资战略支撑激进的投资战略,将大大

增加企业的还款压力和资金链断裂风险,提高债务违约的风险。

综上所述,与处于成熟期的企业相比,激进的财务战略对债务违约的影响在成长期和衰退期更显著。

对企业生命周期的划分,本研究借鉴黄宏斌等^[43]和王华等^[44]的做法,采用现金流模式法,按照经营、投资、筹资3类现金流净额的正负组合,将样本企业划分为成长期、成熟期和衰退期3组,再对分组后的企业进行回归,具体划分标准见表6。

衰退期是指企业从成熟逐步迈向衰退并最终被市场淘汰的过程。因此,衰退期的企业大多会通过变卖资产、收回投资来应对资金危机,表现为投资现金流净额为正。对于刚步入衰退期的企业来说,虽然市场份额开始下降,但仍能在一定程度上保持业务运营,存在经营现金流净额为正的情况,有些企业也可能希望通过继续投资来谋求新的发展,表现为投资现金流净额为负。但是,企业进入淘汰期后,正常经营已难以为继,只能依靠变卖资产或收回投资来弥补经营现金流入不敷出的缺口,表现为经营现金流净额为负、投资现金流净额为正。

根据分组结果,在成长期发生债务违约的企业有136家,在成熟期发生债务违约的企业有88家,在衰退期发生债务违约的企业有153家,初步印证了前述分析的合理性。

表7给出按照企业生命周期分组的回归结果,由于对样本企业按照其所处的生命周期阶段进行划分,导致样本观测值发生变化。收入熵对债务违约的回归系数,在成长期为0.185,在5%水平上显著;在衰退期为0.267,在1%水平上显著。赫芬达尔指数对债务违约的回归系数,在成长期为-0.079,在10%水平上显著;在衰退期为-0.823,在1%水平上显著。扩张速度对债务违约的回归系数,在成长期为0.023,在10%水平上显著;在衰退期为0.061,在1%水平上显著。在成熟期,上述回归系数均不显著。以上结果说明,在控制其他相关影响因素后,企业在成长期和衰退期实施激进的投资战略更容易发生债务违约,而在成熟期即使实施激进的投资战略也不容易发生债务违约,印证了本研究前述的分析。

由前述分析可知,在不同的生命周期阶段,企业

融资战略激进对投资战略激进与债务违约关系的调节效应也存在差异,分组回归结果表明, $Etr \cdot Lev$ 的回归系数在成长期为0.475,在10%水平上显著;在衰退期为0.828,在5%水平上显著。 $Hhi \cdot Lev$ 的回归系数在成长期为-0.680,在10%水平上显著;在衰退期为-0.673,在5%水平上显著。 $Inv \cdot Lev$ 的回归系数在成长期为0.291,在10%水平上显著;在衰退期为0.159,在1%水平上显著。在成熟期,上述回归系数均不显著。以上结果说明,在控制其他相关因素的影响后,融资战略激进对投资战略激进与债务违约之间关系的影响在成长期和衰退期企业中更显著,对处于成熟期的企业影响不大,进一步印证了本研究前述的分析。

5.2 所有权性质

在转型经济背景下,政府对许多社会资源的分配都具有垄断权,在资源配置中仍具有重要作用,政府对企业的支持在不同所有权性质的企业中也存在差异^[45]。一方面,国有企业由于承担了更多的社会性负担而具有预算软约束,在融资、监管执法等方面都具有显著优势,更容易获得信贷支持或财政补贴^[46],而非国有企业普遍面临较为严重的融资约束^[47-48]。激进的投资战略会放大企业的经营风险,尤其是在信贷紧缩期,国有企业获得的扶持性信贷供给将对非国有企业的信贷资源形成挤出效应^[49],这将增加非国有企业的流动性成本,增加债务违约风险。另一方面,非国有企业的债务期限普遍短于国有企业^[50],更倾向于通过短贷长投来实现融资的长期化,这将导致非国有企业的财务柔性远远弱于国有企业。因此,本研究推断,同样采取激进的财务战略,非国有企业比国有企业更容易发生债务违约。

表7 投资战略激进对债务违约影响的回归结果(企业生命周期视角)
Table 7 Regression Results for Influence of Investment Strategy Aggressiveness on Debt Default (Enterprises Life Cycle Perspective)

| | Def | | | | | | | | |
|------------|--------------------|---------------------|-------------------|------------------|--------------------|------------------|---------------------|-----------------------|---------------------|
| | 成长期 | | | 成熟期 | | | 衰退期 | | |
| | (1) | (2) | (3) | (4) | (5) | (6) | (7) | (8) | (9) |
| <i>Etr</i> | 0.185** (1.170) | | | 0.324 (1.390) | | | 0.267*** (0.770) | | |
| <i>Hhi</i> | | -0.079* (-0.190) | | | -0.830 (-2.000) | | | -0.823*** (-2.280) | |
| <i>Inv</i> | | | 0.023* (0.840) | | | 0.078 (1.560) | | | 0.061*** (2.610) |
| 控制变量 | 控制 | 控制 | 控制 | 控制 | 控制 | 控制 | 控制 | 控制 | 控制 |
| 样本观测值 | 10 698 | 10 698 | 10 698 | 7 760 | 7 760 | 7 760 | 4 431 | 4 431 | 4 431 |
| 卡方值 | 140.602 | 139.231 | 139.830 | 74.479 | 76.499 | 74.409 | 162.555 | 167.098 | 167.650 |
| R^2 | 0.112 | 0.111 | 0.112 | 0.066 | 0.068 | 0.066 | 0.124 | 0.127 | 0.128 |

为了检验上述推断,本研究用实质控制人的产权性质测量所有权性质,国有企业取值为1,非国有企业取值为0,将样本企业分为两组,分组检验财务战略激进对企业债务违约的影响。回归结果表明,在非国有企业中,收入熵对债务违约的回归系数为0.255,在1%水平上显著;赫芬达尔指数对债务违约的回归系数为-0.835,在1%水平上显著;扩张速度对债务违约的回归系数为0.013,在5%水平上显著。在国有企业中,上述回归系数均不显著。以上结果说明,在控制其他相关因素的影响后,投资战略激进对债务违约的影响在非国有企业中更显著,印证了本研究前述的分析。

按照所有权性质分组后,融资战略激进对投资战略激进与债务违约关系的调节效应的回归结果表明,在非国有企业中, $Etr \cdot Lev$ 的回归系数为1.007,在1%水平上显著; $Hhi \cdot Lev$ 的回归系数为-0.564,在1%水平上显著; $Inv \cdot Lev$ 的回归系数为0.113,在1%水平上显著。在国有企业中,上述回归系数均不显著。以上结果说明,在控制其他相关因素的影响后,融资战略激进对投资战略激进与债务违约关系的影响在非国有企业中更显著,进一步印证了本研究前述的分析。

5.3 政治关联

在转型经济中,政府对经济资源尤其是信贷资源具有较强的控制力,使信贷资源具有较强的非市场性配给特征^[51],政治关联作为正式制度的替代机制成为民营企业获取信贷资源的重要途径^[52]。首先,政治关联影响企业债务契约的制定,政治关联能够向债权人传递借款企业不易发生债务违约的信号,从而降低债务融资成本^[53],使企业具有较为宽松的债务约束条件,进而降低债务违约风险;其次,当企业陷入财务困境时,拥有政治关联的企业更容易获得资金援助,摆脱不利局面,避免发生债务违约;最后,具有政治关联的企业能够获得更多的社会资源,如信贷支持和税收优惠等,具有较强的竞争力和业绩水平,进而降低债务违约风险。因此,存在政治关联的企业无论是在内源融资供给、还是外源融资获取能力方面都优于非政治关联企业,这类企业无论是进行多元化布局还是加速扩张,都能利用手中的政治资源避免经营效率下滑,进而降低债务违约风险;即使这类企业出现资金链断裂风险,获得信贷支持的概率也较高,降低发生债务违约的可能性。因此,本研究推断,同样采取激进的投资战略,与拥有政治关联的企业相比,非政治关联企业更容易发生债务违约。

对政治关联的测量,本研究借鉴张新民等^[54]的做法,将董事长或总经理现任或曾担任政协委员、人大代表、党代表或在当地金融机构任职作为企业存在政治关联的标志,拥有政治关联的企业取值为1,否则取值为0。由于国有企业存在天然的政治关联,因此,本研究仅对非国有企业按照是否存在政治关联分组并进行回归。回归结果表明,在非政治关联

组,收入熵对债务违约的回归系数为0.332,在1%水平上显著;赫芬达尔指数对债务违约的回归系数为-0.713,在1%水平上显著;扩张速度对债务违约的回归系数为0.006,在1%水平上显著。在政治关联组中,上述回归系数均不显著。以上结果说明,在控制其他相关因素的影响后,投资战略激进对企业债务违约的影响在非政治关联组中更显著,印证了本研究前述的分析。

在不同政治关联情况下,融资战略激进对投资战略激进与债务违约关系的调节效应的分组回归结果表明,在非政治关联组, $Etr \cdot Lev$ 的回归系数为0.965,在1%水平上显著; $Hhi \cdot Lev$ 的回归系数为-0.091,在5%水平上显著; $Inv \cdot Lev$ 的回归系数为0.147,在5%水平上显著。在政治关联组,上述回归系数均不显著。以上结果说明,在控制其他相关因素的影响后,融资战略激进在投资战略激进对企业债务违约影响中的调节效应在非政治关联组中更显著,进一步印证了本研究前述的分析。

6 稳健性检验

(1) 工具变量

尽管本研究采用债务违约前5年财务指标的移动平均值测量企业财务战略激进,在很大程度上规避反向因果内生性问题,但很难避免遗漏变量内生性问题,如企业家个人特征和宏观经济政策的变化等都会影响企业财务战略的决策和实施效果。由于同一行业内经营环境和企业特质具有相似性,且行业内企业之间可能存在相互模仿行为,样本企业财务战略激进程度与行业内其他企业的财务战略激进程度高度相关,满足工具变量的相关性要求;同时,其他企业的财务战略激进并不会影响样本企业的债务违约风险,也满足外生性的要求。因此,本研究选择剔除样本企业以外的同行业、同年度其他企业的平均多元化程度和扩张速度作为工具变量,采用(3)式和(6)式重新进行回归,回归结果见表8。由于工具变量存在缺失值,样本观测值由原来的23 220变为22 963。(1)列中,同行业其他企业收入熵的均值对债务违约的回归系数在1%水平上显著为正;(2)列中,同行业其他企业收入熵的均值与经营效率均值的交互项回归系数在5%水平上显著为正;(3)列中,同行业其他企业赫芬达尔指数的均值对债务违约的回归系数在1%水平上显著为负;(4)列中,同行业其他企业赫芬达尔指数的均值与经营效率均值的交互项回归系数在10%水平上显著为负;(5)列中,同行业其他企业扩张速度的均值对债务违约的回归系数在5%水平上显著为正,(6)列中,同行业其他企业扩张速度的均值与经营效率均值的交互项回归系数在1%水平上显著为正。上述稳健性检验结果与前文的结果基本一致,说明本研究结果较为稳健。

(2) 替换变量

近年来,企业债券违约数量逐渐增加,这为本研究深入探讨债务违约问题提供了绝佳的数据基础。

表8 工具变量内生性检验的回归结果
Table 8 Regression Results for Instrumental Variables Endogeneity Test

| | Def | | | | | |
|------------------|---------------------|--------------------|-----------------------|---------------------|--------------------|---------------------|
| | (1) | (2) | (3) | (4) | (5) | (6) |
| <i>Etr</i> | 0.444*** (0.730) | 1.982* (0.820) | | | | |
| <i>Lev</i> | | 2.406* (1.400) | | 7.857* (1.760) | | 2.298*** (5.050) |
| <i>Etr · Lev</i> | | 0.960** (0.240) | | | | |
| <i>Hhi</i> | | | -0.349*** (-0.180) | 2.459 (0.920) | | |
| <i>Hhi · Lev</i> | | | | -0.748* (-1.150) | | |
| <i>Inv</i> | | | | | 0.003** (0.920) | 0.014** (2.380) |
| <i>Inv · Lev</i> | | | | | | 0.037*** (2.870) |
| 控制变量 | 控制 | 控制 | 控制 | 控制 | 控制 | 控制 |
| 样本观测值 | 22 963 | 22 963 | 22 963 | 22 963 | 22 963 | 22 963 |
| 卡方值 | 237.439 | 259.508 | 237.894 | 263.326 | 239.207 | 281.565 |
| R^2 | 0.089 | 0.107 | 0.089 | 0.108 | 0.089 | 0.110 |

上文中,本研究用企业是否存在与债务有关的诉讼测量债务违约,为保证对企业债务违约测量的稳健性,本研究将2014年至2019年发生过债券违约的企业作为样本,采用(3)式和(6)式重新进行回归。回归结果表明,收入熵对债务违约的回归系数在1%水平上显著为正,收入熵与经营效率的交互项回归系数在5%水平上显著为正;赫芬达尔指数对债务违约的回归系数在1%水平上显著为负,赫芬达尔指数与经营效率的交互项回归系数在10%水平上显著为负;扩张速度对债务违约的回归系数在5%水平上显著为正,扩张速度与经营效率的交互项回归系数在1%水平上显著为正。上述回归结果与前文的结果基本一致,进一步说明本研究结果较为稳健。

7 结论

7.1 研究结果

本研究以2010年至2019年中国A股非金融上市企业为样本,将财务战略激进划分为投资战略激进和融资战略激进两个维度,按照投资战略激进-经营效率-债务违约的路径,理论分析并实证检验投资战略激进影响企业债务违约的机制;在此基础上,深入探讨融资战略激进在投资战略激进-经营效率-债务违约的作用过程中如何发挥调节作用;进一步,从企业生命周期、产权异质性、政治关联3个角度分

别检验财务战略激进对企业债务违约的影响。

研究结果表明,①经营效率在投资战略激进对企业债务违约的影响中具有中介作用;②融资战略激进加剧了投资战略激进对企业债务违约的影响,具体表现为融资战略激进加剧了投资战略激进对经营效率的影响,也加剧了经营效率低下企业的债务违约风险;③与成熟期企业相比,处于成长期和衰退期的企业,财务战略激进对企业债务违约的影响更显著;④与国有企业和存在政治关联企业相比,财务战略激进对企业债务违约的影响在非国有企业和非政治关联企业中更显著。

7.2 理论贡献

(1)本研究从财务战略激进的视角定量研究企业债务违约问题,并将投融资战略激进置于同一框架下,逻辑完整地给出了财务战略激进对企业债务违约的影响机理。已有研究主要就财务战略的某个方面研究其经济后果,忽视了财务战略不同维度之间的内在关联性。本研究构建一个有调节的中介效应模型,不仅全方位展示了财务战略激进对企业债务违约的作用路径,而且厘清了融资战略激进对投资战略激进经济后果的作用环节。弥补了已有研究只关注财务战略单方面、忽视投融资战略内在关联性的不足,对企业财务战略经济后果、企业债务违约影响因素的理论研究框架进行了有益的拓展。

(2) 本研究在清晰梳理财务战略激进对企业债务违约作用路径的基础上,从企业生命周期的视角进一步探讨财务战略激进对企业债务违约影响的异质性。已有研究在探讨企业财务战略经济后果时并未嵌入生命周期理论,本研究结果丰富了企业生命周期的相关研究成果。

(3) 本研究发现,与成熟期相比,企业在成长期和衰退期执行激进的财务战略更容易发生债务违约。可见,在不同的生命周期阶段,财务战略的实施效果差异也较大。已有关于财务战略的相关研究并未考虑生命周期因素,这将导致研究结论与实践脱节,本研究结果为管理者选择财务战略的执行时机、探寻债务违约的防控对策提供了更加精准的实践指导。

7.3 管理启示

(1) 中国经济已处于由高速增长转向高质量发展阶段的新常态,企业制定财务战略不能再以超速增长、跨越式发展为导向,而要将风险防控作为决策的首要因素,保持合理的发展速度,实现高质量增长和可持续发展。

(2) 企业制定财务战略要充分考虑自身所处的生命周期阶段,提升财务战略决策的科学性。本研究发现,财务战略激进对企业债务违约的影响在成长期和衰退期企业中更显著。因此,企业不仅要避免在成长期和衰退期实施激进的财务战略,还要及时调整财务战略,以适应生命周期的变化。

(3) 产权性质和政治关联直接影响企业的抗风险能力和外部融资获取能力,企业在制定财务战略时要充分结合自身特点,摆脱从众心理,避免羊群效应,制定切实符合自身能力的财务战略。

7.4 研究局限和未来展望

首先,本研究对财务战略激进的测量仅限于财务数据,未考虑非财务指标,后续研究可以尝试将非财务指标纳入企业财务战略激进的指标体系,更全面地反映企业财务战略激进程度;其次,本研究仅在企业生命周期的框架下研究财务战略激进对债务违约的影响,未考虑金融市场和宏观经济运行等外部因素,后续研究可以尝试将金融周期和宏观经济周期等宏观因素纳入债务违约影响因素的研究框架;最后,本研究对债务违约风险影响因素的考察未涉及中观层面,后续研究可以考虑将行业周期等中观层面的因素纳入债务违约影响因素的研究框架。

参考文献:

- [1] 罗朝阳,李雪松.金融周期、全要素生产率与债券违约. *经济管理*, 2020, 42(2): 5-22.
LUO Chaoyang, LI Xuesong. Financial cycle, total factor productivity, and corporate bond default. *Business and Management Journal*, 2020, 42(2): 5-22.
- [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. *金融研究*, 2013(11): 68-81.
CHEN Deqiu, LIU Jingwei, DONG Zhiyong. Social bankruptcy cost, debt default, and credit fund allocation. *Journal of Financial Research*, 2013(11): 68-81.
- [3] 许浩然,荆新.社会关系网络与公司债务违约:基于中国A股上市公司的经验证据. *财贸经济*, 2016, 37(9): 36-52.
XU Haoran, JING Xin. Social network and corporate debt default: evidence from Chinese A-share listed companies. *Finance & Trade Economics*, 2016, 37(9): 36-52.
- [4] 冯丽艳,肖翔,赵天骄.企业社会责任与债务违约风险:基于ISO26000社会责任指南的原则和实践的分析. *财经理论与实践*, 2016, 37(4): 56-64.
FENG Liyan, XIAO Xiang, ZHAO Tianjiao. CSR and debt default risk based on the principle and practice of ISO26000. *The Theory and Practice of Finance and Economics*, 2016, 37(4): 56-64.
- [5] 聂新伟.刚性兑付、债务展期与债务违约:兼论市场与政府在信贷资源配置中的作用. *财经问题研究*, 2017(1): 93-100.
NIE Xinwei. Rigid payment, debt extension and debt default: the role of market and government in the allocation of credit resources. *Research on Financial and Economic Issues*, 2017(1): 93-100.
- [6] 张靖,肖翔,李晓月.环境不确定性、企业社会责任与债务违约风险:基于中国A股上市公司的经验研究. *经济经纬*, 2018, 35(5): 136-142.
ZHANG Jing, XIAO Xiang, LI Xiaoyue. Environmental uncertainty, corporate social responsibility and debt default risk: empirical study based on Chinese A-share listed companies. *Economic Survey*, 2018, 35(5): 136-142.
- [7] 王化成,侯粲然,刘欢.战略定位差异、业绩期望差距与企业违约风险. *南开管理评论*, 2019, 22(4): 4-19.
WANG Huacheng, HOU Canran, LIU Huan. Strategic deviance, performance aspiration disparity and default risk. *Nankai Business Review*, 2019, 22(4): 4-19.
- [8] BENDER R, WARD K. Corporate financial strategy. 2nd ed. London: Routledge, 2002: 102-159.
- [9] NAVISSI F, SRIDHARAN V G, KHEDMATI M, et al. Business strategy, over-(under-) investment, and managerial compensation. *Journal of Management Accounting Research*, 2017, 29(2): 63-86.
- [10] ANTHONY J H, RAMESH K. Association between accounting performance measures and stock prices: a test of the life cycle hypothesis. *Journal of Accounting and Economics*, 1992, 15(2/3): 203-227.
- [11] 王化成,高鹏,张修平.企业战略影响超额在职消费吗?. *会计研究*, 2019(3): 40-46.
WANG Huacheng, GAO Peng, ZHANG Xiuping. Does business strategy affect excess perquisites?. *Accounting Research*, 2019(3): 40-46.
- [12] BENTLEY-GOODE K A, NEWTON N J, THOMPSON A M. Business strategy, internal control over financial reporting, and audit reporting quality. *Auditing: A Journal of Practice & Theory*, 2017, 36(4): 49-69.
- [13] 任广乾,冯瑞瑞,田野.混合所有制、非效率投资抑制与国有企业价值. *中国软科学*, 2020(4): 174-183.
REN Guangqian, FENG Ruirui, TIAN Ye. Mixed ownership, inefficient investment inhibition and state-owned enterprise value. *China Soft Science*, 2020(4): 174-183.
- [14] CHENG B T, IOANNOU I, SERAFEIM G. Corporate social responsibility and access to finance. *Strategic Management Journal*, 2014, 35(1): 1-23.

- [15] HABIB A, HASAN M M. Business strategy, overvalued equities, and stock price crash risk. *Research in International Business and Finance*, 2017, 39: 389-405.
- [16] 韩云, 吴战勇. 股利平稳性、差异化分红监管政策与代理效率. *管理科学*, 2020, 33(5): 141-152.
HAN Yun, WU Zhanyong. Dividend smoothing, differential regulation policy of cash dividend and agency efficiency. *Journal of Management Science*, 2020, 33(5): 141-152.
- [17] 马忠, 王龙丰, 梁相. 业务分布、子公司多元化与上市公司高管薪酬激励. *管理科学*, 2021, 34(2): 98-113.
MA Zhong, WANG Longfeng, LIANG Xiang. Business distribution, subsidiaries' diversification and executive compensation incentive of listed companies. *Journal of Management Science*, 2021, 34(2): 98-113.
- [18] SCHOMMER M, RICHTER A, KARNA A. Does the diversification-firm performance relationship change over time? A meta-analytical review. *Journal of Management Studies*, 2019, 56(1): 270-298.
- [19] 林晚发, 刘颖斐, 赵仲匡. 承销商评级与债券信用利差: 来自《证券公司分类监管规定》的经验证据. *中国工业经济*, 2019(1): 174-192.
LIN Wanfa, LIU Yingfei, ZHAO Zhongkuang. Underwriter rating and bond credit spread: empirical evidence from the "securities company classification supervision regulations". *China Industrial Economics*, 2019(1): 174-192.
- [20] KIM H, KUNG H. The asset redeployability channel: how uncertainty affects corporate investment. *The Review of Financial Studies*, 2017, 30(1): 245-280.
- [21] SANDHU S, KULIK C T. Shaping and being shaped: how organizational structure and managerial discretion co-evolve in new managerial roles. *Administrative Science Quarterly*, 2019, 64(3): 619-658.
- [22] KIM K H, KIM M, QIAN C L. Effects of corporate social responsibility on corporate financial performance: a competitive-action perspective. *Journal of Management*, 2018, 44(3): 1097-1118.
- [23] 刘柏, 琚涛. 资产金融化、研发创新与财务风险: “共振”抑或“冲销”. *财经科学*, 2019(10): 20-29.
LIU Bai, JU Tao. "Resonance" or "Write-off" of financialization and innovation on financial risk. *Finance & Economics*, 2019(10): 20-29.
- [24] 王诗雨, 陈志红. 企业财务风险衍化及其产业效应: 基于规制环境和竞争环境的双重情境分析. *会计研究*, 2018(11): 56-62.
WANG Shiyu, CHEN Zhihong. The derivation and industrial effect of corporate financial risk: a scenario analysis based on regulation and competition. *Accounting Research*, 2018(11): 56-62.
- [25] SEGEV N, SCHAFFER M. Monetary policy, bank competition and regional credit cycles: evidence from a quasi-natural experiment. *Journal of Corporate Finance*, 2020, 64: 101494-1-101494-25.
- [26] JORY S R, KHIEU H D, NGO T N, et al. The influence of economic policy uncertainty on corporate trade credit and firm value. *Journal of Corporate Finance*, 2020, 64: 101671-1-101671-23.
- [27] 李雪松, 罗朝阳. 金融周期、美联储加息与金融危机. *财贸经济*, 2019, 40(10): 66-80.
LI Xuesong, LUO Chaoyang. Financial cycle, fed rate hike and financial crisis. *Finance & Trade Economics*, 2019, 40(10): 66-80.
- [28] 张新民, 钱爱民, 陈德球. 上市公司财务状况质量: 理论框架与评价体系. *管理世界*, 2019, 35(7): 152-166.
ZHANG Xinmin, QIAN Aimin, CHEN Dequ. Quality of financial statement of listed companies: theoretical framework and evaluation system. *Journal of Management World*, 2019, 35(7): 152-166.
- [29] REED R, LUFFMAN G A. Diversification: the growing confusion. *Strategic Management Journal*, 1986, 7(1): 29-35.
- [30] 蔡庆丰, 田霖. 产业政策与企业跨行业并购: 市场导向还是政策套利. *中国工业经济*, 2019(1): 81-99.
CAI Qingfeng, TIAN Lin. Industrial policy and cross-industrial M&As: market orientation or policy arbitrage. *China Industrial Economics*, 2019(1): 81-99.
- [31] 杨兴全, 尹兴强, 孟庆玺. 谁更趋多元化经营: 产业政策扶持企业抑或非扶持企业?. *经济研究*, 2018, 53(9): 133-150.
YANG Xingquan, YIN Xingqiang, MENG Qingxi. Which to be more diversified: industrial-policy-supported or non-supported enterprises?. *Economic Research Journal*, 2018, 53(9): 133-150.
- [32] 刘宇尧, 陆家骝. 融资约束、财务松弛与股价信息含量. *管理科学*, 2018, 31(5): 147-160.
LIU Yuyao, LU Jialiu. Financing constraints, financial slack and information content of stock prices. *Journal of Management Science*, 2018, 31(5): 147-160.
- [33] 张新民. 负债与股东权益: 企业的资本引入战略. *财务与会计*, 2015(21): 24-27.
ZHANG Xinmin. Debt and shareholders' equity: a firm's capital-inflow strategy. *Finance & Accounting*, 2015(21): 24-27.
- [34] 韩立岩, 李慧. CEO权力与财务危机: 中国上市公司的经验证据. *金融研究*, 2009(1): 179-193.
HAN Liyan, LI Hui. CEO power and financial crisis: an empirical analysis based on listed companies in China. *Journal of Financial Research*, 2009(1): 179-193.
- [35] 郭婧, 张新民. 企业战略激进、信贷周期与债务违约. *外国经济与管理*, 2021, 43(7): 38-53.
GUO Jing, ZHANG Xinmin. Corporate strategic aggressiveness, credit cycle and debt default. *Foreign Economics & Management*, 2021, 43(7): 38-53.
- [36] 李佳霖, 张倩肖, 董嘉昌. 金融发展、企业多元化战略与高质量发展. *经济管理*, 2021, 43(2): 88-105.
LI Jialin, ZHANG Qianxiao, DONG Jiachang. Financial development, firm diversification strategy and high-quality development. *Business and Management Journal*, 2021, 43(2): 88-105.
- [37] 徐枫, 马佳伟. 中国商业银行执行环境风险管理政策对其经营绩效的影响: 以赤道原则为例. *宏观经济研究*, 2019(9): 14-26.
XU Feng, MA Jiawei. The impact of China's commercial banks' implementation of environmental risk management policies on their operating performance: taking the Equator Principle as an example. *Macroeconomics*, 2019(9): 14-26.
- [38] BENTLEY K A, OMER T C, SHARP N Y. Business strategy, financial reporting irregularities, and audit effort. *Contemporary Accounting Research*, 2013, 30(2): 780-817.
- [39] 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. *中国工业经济*, 2021(4): 175-192.
DING Zhiguo, DING Yuanzhu, JIN Long. Default boundary and efficiency gap: debt default risk identification for enterprises. *China*

- Industrial Economics*, 2021(4): 175–192.
- [40] 王化成, 张修平, 高升好. 企业战略影响过度投资吗?. *南开管理评论*, 2016, 19(4): 87–97, 110.
WANG Huacheng, ZHANG Xiuping, GAO Shenghao. Does corporate strategy influence overinvestment. *Nankai Business Review*, 2016, 19(4): 87–97, 110.
- [41] 温忠麟, 叶宝娟. 中介效应分析: 方法和模型发展. *心理科学进展*, 2014, 22(5): 731–745.
WEN Zhonglin, YE Baojuan. Analyses of mediating effects: the development of methods and models. *Advances in Psychological Science*, 2014, 22(5): 731–745.
- [42] 赵天骄, 李成. 营商环境对企业税收不确定性的影响研究: 基于企业生命周期的视角. *财政研究*, 2021(9): 85–101.
ZHAO Tianjiao, LI Cheng. Research on the effect of business environment on corporate tax uncertainty: based on the perspective of corporate life cycle. *Public Finance Research*, 2021(9): 85–101.
- [43] 黄宏斌, 翟淑萍, 陈静楠. 企业生命周期、融资方式与融资约束: 基于投资者情绪调节效应的研究. *金融研究*, 2016(7): 96–112.
HUANG Hongbin, ZHAI Shuping, CHEN Jingnan. Corporate life cycle, financing methods and financing constraints: based on the moderating effect research of investor sentiment. *Journal of Financial Research*, 2016(7): 96–112.
- [44] 王华, 韦欣彤, 曹青子, 等. “营改增”与企业创新效率: 来自准自然实验的证据. *会计研究*, 2020(10): 150–163.
WANG Hua, WEI Xintong, CAO Qingzi, et al. “Business tax to value-add tax” and enterprise innovation efficiency: evidence from quasi-natural experiment. *Accounting Research*, 2020(10): 150–163.
- [45] 李丹, 袁淳. 信贷紧缩与短期债务的流动性成本. *中央财经大学学报*, 2019(5): 49–61.
LI Dan, YUAN Chun. Monetary tightening and the liquidity cost of short-term corporate debt. *Journal of Central University of Finance & Economics*, 2019(5): 49–61.
- [46] BRANDT L, LI H B. Bank discrimination in transition economies: ideology, information, or incentives?. *Journal of Comparative Economics*, 2003, 31(3): 387–413.
- [47] ALLEN F, QIAN J, QIAN M J. Law, finance, and economic growth in China. *Journal of Financial Economics*, 2005, 77(1): 57–116.
- [48] 铁瑛, 刘啟仁. 银行管制放松、融资约束与人力资本升级. *财贸经济*, 2021, 42(11): 116–130.
TIE Ying, LIU Qiren. Banking deregulation, credit constraints and human capital upgrading. *Finance & Trade Economics*, 2021, 42(11): 116–130.
- [49] 鄢萍, 吴化斌, 徐臻阳. 金融抑制、国企改革与财政货币政策协调. *经济学(季刊)*, 2021, 21(6): 1903–1924.
YAN Ping, WU Huabin, XU Zhenyang. Financial repression, SOE reform and fiscal-monetary policy coordination. *China Economic Quarterly*, 2021, 21(6): 1903–1924.
- [50] 罗知, 刘卫群. 国有企业对资本和劳动价格扭曲的非对称影响. *财经研究*, 2018, 44(4): 34–46, 129.
LUO Zhi, LIU Weiqun. Asymmetric effect of state-owned enterprises on factor price distortion. *Journal of Finance and Economics*, 2018, 44(4): 34–46, 129.
- [51] BRAMMER S, MILLINGTON A. Does it pay to be different? An analysis of the relationship between corporate social and financial performance. *Strategic Management Journal*, 2008, 29(12): 1325–1343.
- [52] FUNK R J, HIRSCHMAN D. Beyond nonmarket strategy: market actions as corporate political activity. *Academy of Management Review*, 2017, 42(1): 32–52.
- [53] STAM W, ARZLANIAN S, ELFRING T. Social capital of entrepreneurs and small firm performance: a meta-analysis of contextual and methodological moderators. *Journal of Business Venturing*, 2014, 29(1): 152–173.
- [54] 张新民, 张婷婷, 陈德球. 产业政策、融资约束与企业投资效率. *会计研究*, 2017(4): 12–18.
ZHANG Xinmin, ZHANG Tingting, CHEN Deqiu. Industrial policy, financing constraints and investment efficiency. *Accounting Research*, 2017(4): 12–18.

Financial Strategy Aggression and Corporate Debt Default

GUO Jing^{1,2,3}, ZHANG Xinmin^{3,4}

1 School of Accounting, Shanxi University of Finance and Economics, Taiyuan 030006, China

2 Institute of Intelligent Management Accounting, Shanxi University of Finance and Economics, Taiyuan 030006, China

3 Business School, University of International and Economics, Beijing 100029, China

4 Research Institute for the Internationalization of Beijing Business, University of International and Economics, Beijing 100029, China

Abstract: The existing studies have achieved fruitful results in terms of the influencing factors of corporate debt default, such as social bankruptcy cost, social relationship network, social responsibility, rigid payment expectation, environmental uncertainty, and strategic positioning. However, financial strategy is the guiding principle for enterprises to make investment and fin-

ancing decisions, and debt default is a typical embodiment of investment and financing failure. It is still unclear how financial strategy will affect corporate debt defaults. In the context of the concentrated outbreak of corporate debt defaults in China, it is of great theoretical value and practical significance to explore the influencing factors of corporate debt defaults.

According to the function of financial strategy, this study divides financial strategy aggression into two aspects: investment strategy aggressiveness and financing strategy aggressiveness. According to the path theory of “radical investment strategy aggressiveness–business efficiency–debt default”, it analyzes and empirically tests the mechanism of radical investment strategy affecting corporate debt default. On this basis, it further discusses how the interaction effect of financing strategy aggressiveness and investment strategy aggressiveness impact on debt default. By proposing a moderated mediating effect model, it further clarifies how financing strategy aggressiveness plays a moderating role in the process of “investment strategy aggressiveness–business efficiency–debt default”. It also examines the impact of financial strategies aggressiveness on corporate debt default in groups from the perspectives of enterprise life cycle, property heterogeneity and political association. Finally, the instrumental variable method and the substitution variable method are adopted to alleviate the potential endogeneity problems.

The results show that radical investment strategy will increase the risk of corporate debt default by reducing business performance, and radical financing strategy will intensify the positive correlation between investment strategy aggressiveness and corporate debt default. Specifically, radical financing strategy will aggravate the negative impact of investment strategy aggressiveness on business performance, and also aggravate the debt default risk of enterprises with low business performance. Further study shows that the impact of financial strategy aggression on the debt default of enterprises in growth and decline is more significant than that of mature enterprises. Compared with state-owned enterprises and politically connected enterprises, the impact of financial strategy aggression on corporate debt default is more significant in non-state-owned and non-politically connected enterprises.

The study results not only enrich the relevant literature on the economic consequences of financial strategy and the influencing factors of corporate debt default, but also provide managers with a deep understanding of the internal logic of the influence of financial strategy aggression on corporate debt default, and improve the scientificity of their investment and financing strategic decisions. Also, it provides some useful and practical enlightenment for the prevention and control of debt default risk.

Keywords: financial strategy aggression; investment strategy aggressiveness; financing strategy aggressiveness; debt default; enterprise life cycle

Received Date: April 15th, 2020 **Accepted Date:** April 9th, 2022

Funded Project: Supported by the National Natural Science Foundation of China (71790604)

Biography: GUO Jing, doctor in management, is an associate professor in the School of Accounting and the Institute of Intelligent Management Accounting at Shanxi University of Finance and Economics, and a research fellow at post-doctoral working station in the Business School at University of International and Economics. Her research interests include financial management and debt default. Her representative paper titled “Corporate strategic aggressiveness, credit cycle and debt default” was published in the *Foreign Economics & Management* (Issue 7, 2021). E-mail: guojing8321@163.com

ZHANG Xinmin, doctor in management, is a professor in the Business School and the Research Institute for the Internationalization of Beijing Business at University of International and Economics. His research interests include financial statement analysis and financial management. His representative paper titled “A reconstruction of the balance sheet: based on corporate behavior in the era of digital economy” was published in the *Journal of Management World* (Issue 9, 2022). E-mail: 00153@ustc.edu.cn □

(责任编辑: 刘思宏)