

金融资产配置与违约风险： 蓄水池效应，还是逐利效应？

邓路 刘欢 侯璨然

(北京航空航天大学经济管理学院, 北京 100191;
北京工商大学商学院, 北京 100048; 北京邮电大学经济管理学院, 北京 100876)

摘要：本文以2007—2016年中国A股上市公司为研究对象，检验了企业金融资产配置对违约风险的影响。实证研究发现：金融资产持有量越多，企业的违约风险越低，金融资产配置的“蓄水池效应”显著；在货币政策宽松时期，金融资产配置导致的代理冲突显现，宽松的货币政策会抑制金融资产投资对违约风险的降低作用。政府规制也会有一定的公司治理作用，将产业政策纳入讨论发现：对于产业政策支持的行业来说，企业金融资产配置能够降低违约风险，但是宽松的货币政策会刺激管理层的短视投资行为，抑制政府规制的公司治理作用。进一步地，本文提出会计稳健性的提升是企业金融资产配置降低违约风险的重要路径。本文的研究结论丰富了企业金融资产配置动机和违约风险影响因素的讨论，能够为政府部门防范经济运行中的内在风险提供有益借鉴。

关键词：金融资产配置；违约风险；货币政策；产业政策

JEL 分类号：E50，G30，G32 **文献标识码：**A **文章编号：**1002-7246(2020)07-0172-18

一、引言

在中国经济发展进入新常态、贸易与金融全球化不断加深的背景下，传统生产性行业利润率降低、劳动力数量与劳动力资本比率下降等因素造成企业对实体经济的投资热情减弱，股票、债券、各类金融衍生品等金融资产成为企业投资的热点领域。根据中经网统

收稿日期：2019-01-22

作者简介：邓路，管理学博士，副教授，北京航空航天大学经济管理学院，E-mail: denglu@buaa.edu.cn.

刘欢（通讯作者），管理学博士，副教授，北京工商大学商学院，E-mail: liuhuanfinance@163.com.

侯璨然，管理学博士，讲师，北京邮电大学经济管理学院，E-mail: houcanran1994@163.com.

* 本文感谢国家自然科学基金项目(71772011; 71572007; 71802009)的资助。感谢匿名审稿人的宝贵意见，文责自负。

计数据库、上市公司财务报表相关数据可知,从2007年到2016年,中国上市公司持有的金融资产平均规模从2.55亿元上升到了7.49亿元,提高了193.77%,企业的金融资产投资占比持续增高。

从微观视角看,企业的金融资产配置存在促进主业发展的“蓄水池效应”和损害主业投资的“逐利效应”两种作用机制。蓄水池效应认为,金融资产能够起到稳定公司收益、降低公司融资成本的作用,有利于提升公司发展潜力;逐利效应则提出,企业持有过多的金融资产会威胁主营业务、抑制实体投资能力,损害公司长远发展。已有研究关注了金融资产配置对经营业绩(杜勇等,2017)、投资效率(张成思和张步云,2016;胡奕明等,2017)、创新行为(王红建等,2017)等方面的影响,却忽视了企业金融资产配置所蕴含的代理成本。从股东与管理层关系的视角看,若企业配置金融资产的动机是“蓄水池效应”,则金融资产投资是管理层维持企业稳定发展的战略选择,有利于代理成本的降低;若企业配置金融资产的动机是“逐利效应”,则金融资产投资是管理层短视的一种表现,会加剧股东与管理层之间的冲突,导致代理成本上升。

自2014年3月起,以“11超日债”违约为标志,债券违约不断增加,2014-2017年中国债券市场中违约债券的余额分别达到13.4亿元、125.5亿元、393亿元和375.9亿元。债务违约是企业运行过程中的重大破坏性事件,不仅会对公司本身、上下游产业链产生负面冲击,也会危害地区金融安全,如何防范企业的债务风险成为各级地方政府管理部门关注的重点问题。Chiang et al. (2015)和Brogaard et al. (2017)根据Bharath and Shumway (2008)构造的简化违约概率模型,提出企业的违约风险与资产价值的绝对值和资产价值的波动率密切相关,良好的公司治理机制能够有效缓解公司违约风险。

本文以2007-2016年中国A股上市公司为研究对象,考察企业金融资产配置与违约风险之间的关系,并将宏观政策环境的变化纳入研究框架。整体来看,金融资产配置对违约风险的冲击呈现“蓄水池效应”,即管理层进行金融资产投资有利于提升公司发展的稳定性,代理成本较低。但是,当货币政策宽松时,企业面临的融资约束相对较低,宽松的自由现金流为管理层谋求私人利益提供了便利,此时代理成本较高,金融资产投资对违约风险的降低作用受到抑制。

在我国,政府会通过制定行业规划的方法调整国民经济结构。但是,由于企业和政府规制者之间存在信息不对称,政府规制者实施的最优选择政策可能带来不确定的政策效应,管理层的逆向选择会导致企业违约风险产生(王诗雨和陈志红,2018)。基于上述分析,本文进一步讨论产业政策这一典型政府规制手段在金融资产配置与违约风险关系中发挥的调节作用,发现对于产业政策支持行业来说,金融资产配置与违约风险的关系呈现“蓄水池效应”,即政府规制整体上能够帮助企业缓解代理问题。但是,当货币政策宽松的时候,支持性的产业政策加剧了管理层的逆向选择问题,金融资产投资成为引致企业违约风险的重要引擎。此外,本文选用会计信息质量作为上市公司代理成本的衡量变量,发现金融资产配置会通过提升会计稳健性的方式,降低上市公司的违约风险。

相较于以往的研究,本文的贡献主要体现在以下几个方面:首先,从金融资产配置的角度拓展了企业违约风险影响因素的讨论。已有研究讨论了企业集团、社会破产成本、社会关系网络等对企业违约的影响(韩立岩和陈文丽,2006;陈德球等,2013;许浩然和荆新,2016),却鲜有文献对上市公司普遍存在的金融资产配置现象进行关注。本文借鉴 Bharath and Shumway(2008)、Brogaard et al.(2017)构建的简化违约概率模型,从金融资产配置的角度丰富了企业违约风险的影响因素,有利于揭示中国上市公司风险变动的内在原因,能够为监管部门的政策制定提供理论依据。其次,从代理成本的角度深化了企业金融资产配置动机的讨论。胡奕明等(2017)、杜勇等(2017)实证检验了金融资产配置与实体投资之间的关系,用于验证金融资产配置的“蓄水池动机”和“逐利动机”,却没有关注金融资产配置所引致的代理问题。本文立足于中国企业债务风险逐渐暴露的宏观背景,考察了“金融资产配置—代理成本—违约风险”的影响路径,有利于挖掘金融资产配置影响违约风险的内在逻辑,深化对于金融资产配置动机的讨论。最后,从宏观经济政策的角度丰富了金融资产配置与违约风险关系的讨论。作为国家调节经济的重要工具,宏观经济政策会对企业的微观行为构成冲击(饶品贵和姜国华,2013)。在货币政策有效性、产业结构升级日益获得政府关注的背景下,本文验证了货币政策、产业政策等对金融资产配置与违约风险之间关系的调节作用,有效拓展了宏观经济政策与微观企业行为的讨论内容,能够为政府提升政策有效性提供经验借鉴。

二、理论分析与研究假设

根据 Merton(1974)的研究框架,企业的权益是企业潜在价值的看涨期权,其中行权价格等于企业债务的账面价值,当企业资产的价值低于企业债务的账面价值时,企业发生违约。Bharath and Shumway(2008)构建了简化的违约概率模型,对 Merton(1974)提出的期权定价理论进行近似估计,认为企业的资产价值越小、资产价值波动率越大,企业违约风险越高。以简化的违约概率模型为基础,Chiang et al.(2015)发现机构投资者和管理层持股较高的企业,违约风险相对较低。Brogaard et al.(2017)将研究视角拓展到资本市场投资者,认为较高的股票流动性能够提升股票定价效率、改善公司治理水平,从而降低公司的违约风险,代理成本对违约风险的影响得到证实。中国制度背景下的研究多基于企业的实际违约展开,认为股东和管理层的代理冲突是引致企业违约的重要原因。韩立岩和陈文丽(2006)借鉴病毒传播的规律,通过构建微分方程描述了违约在给定贷款组合内传播的过程,发现企业集团内母子公司之间连接紧密,关系复杂,其中任一企业发生违约,都可能导致集团内其他关联企业发生违约。陈德球等(2013)以企业是否存在逾期违约事件的虚拟变量衡量企业债务违约,通过 2002—2010 年中国 A 股上市公司数据进行研究,发现社会破产成本会增加企业的贷款违约概率。具体而言,社会成本较高的企业存在更严重的道德风险,银行监督力度的放松进一步使低质量的企业在获得贷款后没有动力进行良好经营,投资效率较低,进而引发贷款违约。许浩然和荆新(2016)基于

社会关系网络,研究非正式制度安排对企业债务违约概率的影响,发现由于社会关系网络同时具有隐性担保作用和信息中介作用,因而能够使公司获得更为宽松的债务约束条件,并且在代理成本较小的公司里,社会关系网络对债务违约概率的降低作用更加明显。

金融资产被视为预防宏观冲击的重要储备,合理的金融资产配置是盘活存量资金、增加流动性的重要手段,有利于稳定公司收益、降低公司融资成本,起到反哺“主业”的作用,展现出“蓄水池效应”,有利于缓解企业代理冲突。杜勇等(2017)认为企业保持竞争优势离不开对于外部资源的获取,相对于固定资产、无形资产而言,金融资产具有变现快、调整成本低等特点,能够有效帮助企业为实体投资积蓄资金,缓解融资约束。

已有文献证实了代理冲突是决定企业违约风险的重要因素之一,金融资产配置能够通过缓解企业代理冲突降低违约风险。具体而言,第一,金融资产由于灵活性较高,能够显著降低企业面临融资约束和投资不足时的调整成本,发挥预防性储蓄功能(Stulz,1984; Almeida et al. 2004; 胡奕明等 2017; 刘贯春 2017),这就为管理层提供了更多的资金配置工具,有利于管理层在企业经营过程中稳定主业投资,减少了管理层与股东之间由于业绩不佳产生代理冲突的可能;第二,随着企业金融化水平的提高,公司治理结构也随之发生改变。管理层薪酬水平会更多地受到资本市场股票价格的影响(Orhangazi, 2008),此时管理层个人利益与公司发展变得息息相关,为了向市场传递企业发展良好的信号,管理层会积极参与公司经营,代理问题较小;第三,Jensen(1986)提出的“自由现金流假说”认为,企业内部过多的现金储备将为管理层谋取私人收益创造空间。金融资产投资不仅能够帮助企业更好地把握投资机会,赢得资金收益,同时也大大提高了企业内部的资金利用效率,减少了管理层寻求自身利益最大化的机会;第四,企业持有金融资产,必然会增加资本市场及相关机构对企业的监管(刘贯春等 2018),有利于提高企业的会计信息披露质量,有效降低企业代理成本。基于以上分析可以预期,当金融资产配置呈现“蓄水池效应”时,管理层将以股东财富最大化为经营目的,企业的代理成本相对更低。此时,企业金融资产持有量越多,违约风险越低。基于此,本文提出假设 H1:

假设 H1: 企业金融资产持有量越多,违约风险越低,金融资产配置的“蓄水池效应”占据主导地位。

货币政策是政府调节经济发展的重要手段,尤其在 2008 年金融危机之后,货币政策通过调节流动性提升经济安全的作用获得格外重视。基于中国制度背景的研究认为,货币政策会对企业的投融资行为产生影响(饶品贵和姜国华 2013)。特别地,在中国经济发展进入新常态的背景下,经济发展“脱实向虚”的问题引起了广泛的关注与讨论,如何评估这一时期货币政策的效果成为理论界争论的焦点问题。

Demir(2009)指出实体投资和金融投资中的收益率差异是导致企业固定资产投资下降的主要原因,当金融自由化导致市场不确定性升高时,企业对可转换的短期金融资产偏好更强。Seo et al.(2016)讨论了韩国金融市场自由化与韩国实体企业投资之间的关系,

发现金融资产投资的增长并没有显著导致企业投资的下滑,但是金融市场自由化的不确定性却是韩国实体企业投资下降的原因。基于中国政策环境的研究发现,实体企业通过金融渠道获利成为中国企业实体投资率下降的重要原因,并弱化了货币政策对实体经济的提振作用(张成思和张步昙,2016)。类似地,杜勇等(2017)也提出实体企业金融资产配置的损害作用随着货币政策的宽松而加剧。

Jensen(1986)从代理成本的角度提出了“自由现金流假说”,认为企业较多的现金储备会成为管理层谋取私人收益的工具。随后,Richardson(2006)验证了Jensen(1986)的理论,发现自由现金流会引致企业的过度投资问题。在企业自由现金流充足的情况下,金融资产投资能够提高企业闲置资金的利用效率,降低代理成本,但是在货币政策宽松时期,企业获取银行借款的难度较小,管理层能够获取更多的信贷资源支持经营决策(邓路等,2016)。在此背景下,宏观政策环境变化导致企业的现金流大幅增加,金融资产投资对企业资金配置效率的改善作用受到抑制,管理层为了追求短期经济效益,有动机将冗余资金投向收益高、风险大的金融资产、房地产等项目,不仅危害了企业的主业竞争优势,而且提升了企业的经营风险。可以预期,在货币政策宽松时期,金融资产投资的“逐利效应”凸显,股东与管理层的代理冲突加剧。金融资产持有量越多,企业的违约风险越高。基于此,本文提出假设 H2:

假设 H2: 宽松的货币政策会抑制金融资产投资对违约风险的降低作用,金融资产配置的“逐利效应”占据主导地位。

三、研究设计

(一) 样本选取与数据来源

本文以 2007—2016 年中国沪深两市 A 股上市公司作为初始研究样本讨论企业金融资产配置与违约风险之间的关系。在初始样本的基础上,按照如下原则对数据进行了筛选:(1)剔除金融行业上市公司样本;(2)剔除 ST 上市公司样本;(3)剔除财务数据存在缺失值的上市公司样本。为了消除极端值的影响,本文对所有连续变量按 1% 和 99% 水平进行了 Winsorize 处理,最终得到 16337 个企业-年度观测值,全部财务数据来自 CSMAR 数据库,宏观经济数据来自中经网统计数据库。

(二) 主要指标构建

1. 企业违约风险(EDP)

Merton(1974)将企业的权益作为企业潜在价值的看涨期权,期权的行权价格等于企业债务的账面价值,当企业资产的价值低于企业债务的账面价值时,企业发生违约。Merton DD 模型中违约距离的计算公式为:

$$DD_t = \frac{\ln(V_{A,t}/D_t) + (\mu - \sigma_A^2/2)T}{\sigma_A \sqrt{T}} \quad (1)$$

其中, V_A 为企业资产的价值, D_t 为债务的账面价值, μ 为企业资产价值的期望回报

率, σ_A 为企业资产价值变化的波动率, T 为看涨期权的期限。

为了对企业的违约风险进行估计, 本文参照 Bharath and Shumway(2008)、Brogard et al.(2017) 的方法采用简化违约概率(*Naïve default probability*)对 Merton(1974) 提出的期权定价理论进行近似估计。Bharath and Shumway(2008) 在研究中指出, 简化违约概率比根据 Merton DD(*Default distance*) 模型计算出的违约概率实际值表现更好。

在保证能够捕捉与 Merton DD 模型相同信息含量的情况下, Bharath and Shumway(2008) 计算简化违约概率的过程如下:

首先, 假定企业债务的市场价值等于其账面价值:

$$naïveV_D = D \quad (2)$$

其中, 债务的账面价值 D 为短期负债与 0.5 倍长期负债的加和。

由于企业债务的风险与权益的风险高度相关, 因此, 采用权益的波动率对企业债务的波动率进行近似估计:

$$naïve\sigma_D = 0.05 + 0.25 \times \sigma_E \quad (3)$$

其中 5% 代表企业债务的结构性波动 25% 代表与违约风险相关的波动。

其次, 结合公式(2)和公式(3) 我们可以得到企业价值总波动率的近似估计:

$$\begin{aligned} naïve\sigma_V &= \frac{V_E}{V_E + naïveV_D} \sigma_E + \frac{naïveV_D}{V_E + naïveV_D} naïve\sigma_D \\ &= \frac{V_E}{V_E + D} \sigma_E + \frac{D}{V_E + D} (0.05 + 0.25 \times \sigma_E) \end{aligned} \quad (4)$$

再次, 假定企业资产的预期回报率等于企业前一年的股票回报率:

$$naïve\mu = r_{i,t-1} \quad (5)$$

进一步, 类比 Merton DD 模型中违约距离的计算公式(1), 可以得到简化的违约距离:

$$naïveDD = \frac{\ln\left(\frac{V_E + D}{D}\right) + (r_{i,t-1} - 0.5naïve\sigma_V^2)T}{naïve\sigma_V \sqrt{T}} \quad (6)$$

具体计算时, 按照通常做法, 我们将期权的到期时间 T 设定为 1 年。

最后, 对公式(6) 的计算结果求累积标准正态分布, 可得简化违约概率:

$$\pi naïve = N(-naïveDD) \quad (7)$$

本文将参照 Bharath and Shumway(2008) 方法计算得到的简化违约概率 $\pi naïve$ 作为企业预期违约风险的衡量指标, 记为 EDP (*Expected default probability*)。EDP 值服从正态分布, 取值范围在 0 至 1 之间, EDP 值越大, 代表企业的违约风险越大。

2. 金融资产配置(Fin_G)

传统对金融资产的界定包括交易性金融资产、衍生金融资产、可供出售金融资产、持有至到期投资、投资性房地产、对金融机构的长期股权投资等会计科目(彭超等, 2018)。为了准确界定企业的金融化水平, 本文在从财务报表提取交易性金融资产、衍生金融资产、可供出售金融资产、持有至到期投资、投资性房地产等 5 个会计科目的基

础上,还从财务报表附注中识别、筛选出了企业对金融机构的长期股权投资¹。借鉴彭俞超等(2018)的衡量方法,本文对企业持有的金融资产规模取自然对数,并采用相邻两个年度企业金融资产规模的一阶差分作为企业金融资产配置的度量变量²,记为 Fin_G 。

3. 货币政策(MP)

货币政策借鉴邓路等(2016)的界定,本文采用 $M2 - GDP - CPI$ 来估算货币政策(MP),如果 MP 大于中位数,定义为货币政策宽松时期,赋值为 1,如果小于中位数,则定义为货币政策紧缩时期,赋值为 0。

(三) 模型设定

综合考虑违约风险(EDP)的分布特征,本文采用 Tobit 回归模型讨论企业金融资产配置对违约风险的影响,具体模型设定如下:

$$\begin{aligned} Tobit(EDP_{it}) = & \alpha_1 Fin_G_{it} + \alpha_2 SOE_{it} + \alpha_3 Size_{it} + \alpha_4 CFO_{it} + \alpha_5 ROA_{it} + \alpha_6 Lev_{it} \\ & + \alpha_7 Wedge_{it} + \alpha_8 Top1_{it} + \alpha_9 MAN_{it} + \sum \alpha_i Year + \sum \alpha_i Industry + \varepsilon_{it} \end{aligned} \quad (8)$$

参考已有相关文献,本文选择产权性质(SOE)、公司规模(Size)、经营现金流(CFO)、总资产收益率(ROA)、资产负债率(Lev)、两权分离度(Wedge)、第一大股东持股比例(Top1)、管理层持股比例(MAN)等作为控制变量。此外,本文还控制了年度效应和行业效应。各变量的具体定义如表 1 所示。

表 1 变量定义

变量符号	变量名称	变量定义
EDP	预期违约风险	采用简化违约概率对 Merton DD 模型进行近似估计
Fin_G	金融资产配置	本年与上年金融资产自然对数之差
SOE	产权性质	终极控制人为国有企业取 1,否则为 0
Size	公司规模	公司总资产的自然对数
CFO	经营现金流	公司经营现金流与总资产的比值
ROA	总资产收益率	公司净利润与资产总额的比值
Lev	资产负债率	公司负债总额与资产总额的比值
Wedge	两权分离度	公司控制权与所有权之差

¹ 本文将上市公司持有商业银行、证券公司、基金公司、金融租赁公司、保险公司、信托投资公司、信用合作社、财务公司和理财公司等金融机构的股权,也视为企业的金融资产。

² 彭俞超等(2018)指出,企业金融化趋势体现了企业持有的金融资产不断上升的趋势,因此金融资产的增长率更能反映企业金融化的速度。本文采用金融资产自然对数的一阶差分来衡量企业金融资产配置,并在稳健性检验中,采用企业金融资产与总资产的比值来验证论文的主要结论。

续表

变量符号	变量名称	变量定义
<i>Top1</i>	第一大股东持股比例	公司第一大股东持股数占总股本的比例
<i>MAN</i>	管理层持股比例	公司管理层持股总数占总股本的比例

四、实证结果分析

(一) 描述性统计

表 2 是模型主要变量的描述性统计。其中, 违约风险(*EDP*) 的均值和最大值分别为 0.0209 和 0.8839, 标准差为 0.1173, 超过 75% 的企业违约风险较小(近似于 0), 样本分布存在一定的截尾特征, 本文采用 Tobit 模型进行回归的设定比较合理。由 *EDP* 的描述性统计可知, 中国上市公司的违约风险总体上基本可控, 但是个别公司的违约风险较高, 需要引起监管层和投资者的警觉。企业金融资产配置(*Fin_G*) 的均值和中位数分别为 1.5025 和 0, 标准差为 5.5658, 说明不同上市公司的金融资产投资存在较大差异, 超过 25% 的企业在样本区间内金融资产规模有所上涨。

表 2 描述性统计

变量	样本数	均值	标准差	最小值	25 分位数	中位数	75 分位数	最大值
<i>EDP</i>	16337	0.0209	0.1173	0	0	0	0	0.8839
<i>Fin_G</i>	16337	1.5025	5.5658	-15.7631	-0.0252	0	0.5530	19.1709
<i>SOE</i>	16337	0.4752	0.4994	0	0	0	1	1
<i>Size</i>	16337	22.0081	1.2515	19.34	21.12	21.86	22.73	25.81
<i>CFO</i>	16337	0.0447	0.0754	-0.1929	0.0041	0.0437	0.0880	0.2610
<i>ROA</i>	16337	0.0371	0.0523	-0.1657	0.0122	0.0330	0.0617	0.1967
<i>LEV</i>	16337	0.4623	0.2066	0.0557	0.3027	0.4650	0.6232	0.8967
<i>Wedge</i>	16337	0.0545	0.0791	0	0	0	0.1019	0.2912
<i>Top1</i>	16337	0.3532	0.1501	0.0909	0.2325	0.3333	0.4573	0.7500
<i>MAN</i>	16337	0.0865	0.1691	0	0	0.0002	0.0580	0.6551

(二) 回归检验

1. 货币政策、金融资产配置与违约风险

表 3 列示了金融资产配置与违约风险的回归结果。由第(1)列可知,企业金融资产持有量越多,违约风险越低(Fin_G 的系数为 -0.0007 ,在 5% 的水平上显著为负),证实了假设 H1,说明中国上市公司的金融资产配置整体上呈现“蓄水池效应”,较高的金融资产投资能够帮助管理层维持企业稳定发展,企业代理成本较低,有利于缓解企业的违约风险。

货币政策是政府调节经济的重要手段,会对企业的投融资行为产生影响。一般来说,宽松的货币政策会促使商业银行信贷供给量上升,企业的融资约束、融资成本相对下降。本文进一步将货币政策纳入讨论,观察宏观经济政策对企业金融资产配置与违约风险关系的调节效应。表 3 中的第(2)、(3)列显示了货币政策、金融资产配置与违约风险的回归结果。第(2)列将货币政策(MP)引入模型,其系数为 -0.0170 ,在 1% 的水平上显著,说明宽松的货币政策会降低公司的违约风险。第(3)列进一步引入金融资产配置与货币政策的交乘项($Fin_G \times MP$),回归结果显示 $Fin_G \times MP$ 的系数为 0.0027 ,在 1% 的水平上显著为正,表明宽松的货币政策会抑制金融资产配置对违约风险的降低作用,金融资产配置的“逐利效应”更加明显,验证了假设 H2。综合表 3 第(2)、(3)列的结果可知,在货币政策宽松时期,过多自由现金流所引致的代理冲突值得重视,如何采用合理有效的方式监督管理层的短视投资行为,是制定宏观经济政策时需要重点关注的方面。

表 3 货币政策、金融资产配置与违约风险

被解释变量	EDP		
	(1)	(2)	(3)
Fin_G	-0.0007^{**} (-2.38)	-0.0007^{**} (-2.38)	-0.0019^{***} (-5.02)
MP		-0.0170^{***} (-3.27)	-0.0270^{***} (-4.82)
$Fin_G \times MP$			0.0027^{***} (4.35)
SOE	0.0123^{**} (2.54)	0.0123^{**} (2.54)	0.0123^{**} (2.55)
$Size$	-0.0075^{***} (-6.17)	-0.0075^{***} (-6.17)	-0.0071^{***} (-5.92)
CFO	0.0121 (0.53)	0.0121 (0.53)	0.0112 (0.49)

续表

被解释变量	EDP		
<i>ROA</i>	-0.3857 *** (-9.66)	-0.3857 *** (-9.66)	-0.3859 *** (-9.67)
<i>LEV</i>	0.3882 *** (23.38)	0.3882 *** (23.38)	0.3884 *** (23.42)
<i>Wedge</i>	-0.0085 (-0.31)	-0.0085 (-0.31)	-0.0101 (-0.37)
<i>Top1</i>	0.1132 *** (7.41)	0.1132 *** (7.41)	0.1115 *** (7.33)
<i>MAN</i>	0.0657 *** (5.43)	0.0657 *** (5.43)	0.0648 *** (5.36)
年份效应	控制	控制	控制
行业效应	控制	控制	控制
N	16337	16337	16337
Pseudo R ²	1.0588	1.0588	1.0614

注: 回归在公司层面进行聚类调整 括号内为 t 值; *, **, *** 分别代表在 10%、5% 和 1% 的水平上显著。下同。

2. 金融资产配置与违约风险: 基于产业政策的分组

在中国制度背景下,政府会通过制定行业发展规划的方式调整国民经济结构,规制企业行为(祝继高等 2015)。但是由于信息不对称的存在,政府规制者执行行业发展规划的结果面临不确定性,管理者可能凭借私有信息逃避政府监管,道德风险和逆向选择问题严重(王诗雨和陈志红 2018)。

本文借鉴祝继高等(2015)的界定方法,采用“五年规划”中关于行业发展的规划来衡量产业政策,研究范围涵盖“十一五”、“十二五”、“十三五”期间。依据《中共中央关于制定国民经济和社会发展第十一个五年规划的建议》、《中共中央关于制定国民经济和社会发展第十二个五年规划的建议》、《中共中央关于制定国民经济和社会发展第十三个五年规划的建议》的规定,将上市公司所属行业分为产业政策重点支持和明确鼓励发展的行业以及非产业政策重点支持和明确鼓励发展的行业。

表 4 将全部样本按照是否受到产业政策支持进行了划分。对比第(1)列和第(2)列可以发现,当公司所处行业受到国家政策支持时,企业持有的金融资产越多,违约风险越低(第(1)列中的 *Fin_G* 在 5% 的水平上显著为负;第(2)列中的 *Fin_G* 不显著)。可以相信,政府规制能够缓解企业的代理问题,受产业政策支持上市公司的金融资产投资有效降低了公司的违约风险,金融资产配置的“蓄水池效应”占据主导地位。

第(3)列和第(4)列进一步分析了宽松的货币政策对金融资产配置与违约风险之间关系的调节作用是否存在产业差异。当公司所处行业受到国家产业政策支持时,宽松的货币政策会抑制企业金融资产投资对违约风险的降低作用($Fin_G \times MP$ 的系数为0.0037,在1%的水平上显著为正);当公司所处行业不受国家产业政策支持时,企业金融资产配置与货币政策的交乘项不显著。针对上述结果的一个合理解释是:在货币政策宽松时期,受到政府产业政策支持的企业更易于得到银行信贷的支持,较高的自由现金流成为激化上市公司股东和管理层代理冲突的加速器(Jensen,1986),最终导致企业的违约风险上升;相对而言,未受到政府产业政策支持的企业,在货币政策宽松时期所获得的银行信贷相对较少,自由现金流所引致的代理冲突并不明显,因此宽松的货币政策对企业违约风险的正向作用不显著。

表4 金融资产配置与违约风险:基于产业政策的分组

被解释变量	EDP			
	产业政策支持 (1)	产业政策不支持 (2)	产业政策支持 (3)	产业政策不支持 (4)
Fin_G	-0.0008** (-1.98)	-0.0003 (-0.68)	-0.0024*** (-4.52)	-0.0003 (-0.67)
MP			-0.0286*** (-3.61)	-0.0474*** (-5.64)
$Fin_G \times MP$			0.0037*** (4.07)	0.0001 (0.15)
控制变量	Yes	Yes	Yes	Yes
年份效应	Yes	Yes	Yes	Yes
行业效应	Yes	Yes	Yes	Yes
N	9535	6802	9535	6802
Pseudo R ²	0.9368	1.6105	0.9404	1.6105

3. 中介效应检验:会计稳健性

会计信息是外部投资者评估企业价值的重要依据,作为资本市场关注的焦点,会计稳健性的提高能够缓解管理层和投资者的信息不对称程度,降低公司的无谓损失,是会计信息质量较高的表现(LaFond and Watts, 2008)。Liang and Wen(2007)进一步提出高质量的会计信息意味着公司的代理成本较低。

本文基于中国上市公司的检验,认为金融资产配置与违约风险之间存在着“金融资产配置—代理成本—违约风险”的影响路径。若金融资产配置体现为较低的代理成本,则企业的违约风险将会降低。为了验证上述路径的正确性,我们选取会计稳健性($C -$

Score) 作为代理成本的衡量变量,参考温忠麟等(2004)提出的中介效应检验程序,对这一路径进行检验。

$$C - Score = \gamma_0 + \gamma_1 Fin_G_{it} + \gamma_2 SOE_{it} + \gamma_3 Size_{it} + \gamma_4 CFO_{it} + \gamma_5 ROA_{it} + \gamma_6 LEV_{it} + \gamma_7 Wedge_{it} + \gamma_8 Top1_{it} + \gamma_9 MAN_{it} + \sum \gamma_i Year + \sum \gamma_i Industry + \varepsilon_{it} \quad (9A)$$

$$Tobit(EDP_{it}) = \lambda_1 Fin_G_{it} + \lambda_2 C - Score_{it} + \lambda_3 SOE_{it} + \lambda_4 Size_{it} + \lambda_5 CFO_{it} + \lambda_6 ROA_{it} + \lambda_7 LEV_{it} + \lambda_8 Wedge_{it} + \lambda_9 Top1_{it} + \lambda_{10} MAN_{it} + \sum \alpha_i Year + \sum \alpha_i Industry + \varepsilon_{it} \quad (9B)$$

表 5 列示了会计稳健性的中介效应检验结果。第(1)列的结果表明企业持有金融资产显著提升了企业的会计稳健性(*Fin_G* 的系数为 0.0009,在 10% 的水平上显著为正)。第(2)列将会计稳健性纳入金融资产配置与违约风险的回归模型,发现会计稳健性(*C - Score*)的系数为 -0.0346,在 1% 的水平上显著小于 0,证实了会计稳健性的提升有助于降低企业违约风险的观点。*Fin_G* 的系数为 -0.0006(小于表 3 的第(1)列主回归中 *Fin_G* 的系数 -0.0007)在 5% 的水平上显著,说明会计稳健性是企业金融化与违约风险之间的部分中介因子。

表 5 会计稳健性的中介效应检验

被解释变量	<i>C - Score</i> (1)	<i>EDP</i> (2)
<i>Fin_G</i>	0.0009* (1.65)	-0.0006** (-2.27)
<i>C - Score</i>		-0.0346*** (-6.28)
控制变量	控制	控制
年份效应	控制	控制
行业效应	控制	控制
N	16337	16337
Adj. R ²	0.2597	
Pseudo R ²		1.0704
Sobel Z	1.7306*	

五、稳健性检验

(一) 内生性检验: 工具变量法

本文主要研究金融资产配置对于违约风险的影响,但是也存在反向因果的可能,即违约风险会影响企业的金融资产投资。为了解决可能存在的内生性问题,本文采用工具变量法对本文的主要结论进行稳健性验证。

地区社会发展程度与企业金融资产持有水平存在一定的关系,当企业所在地区的社会文化、经济水平较高时,企业能够拥有的社会、经济资源更多,能够更灵活地进行金融资产配置;另一方面,单个企业的违约风险难以对地区社会发展程度构成影响。基于此,本文选取地区卫生人员数量(*Health*)、城市绿地面积(*Green*)、全社会固定资产投资(*Soc_Fixed*)等3个变量作为工具变量,采取两阶段回归法(2SLS)进行分析。

第一阶段,本文分别检验 *Health*、*Green*、*Soc_Fixed* 与企业金融资产配置之间的关系,并基于主成分分析将3个地区社会发展程度变量合并成一个主要的工具变量(*Factor*),得到金融资产配置的估计值。第二阶段,将金融资产配置的估计值与企业违约风险变量进行回归,回归结果如表6所示。实证结果与论文主要结论一致,企业金融资产持有水平越高,违约风险越低。

表6 内生性检验: 工具变量法

被解释变量	<i>Fin_G</i>	<i>EDP</i>	<i>Fin_G</i>	<i>EDP</i>	<i>Fin_G</i>	<i>EDP</i>	<i>Fin_G</i>	<i>EDP</i>
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
<i>Health</i>	0.1311 *** (2.66)							
<i>Green</i>			0.0774 ** (2.24)					
<i>Soc_Fixed</i>					0.0996 ** (2.19)			
<i>Factor</i>							0.0705 *** (2.63)	
<i>Fin_G_hat</i>		-0.1759 *** (-18.84)		-0.1818 *** (-19.23)		-0.1791 *** (-18.80)		-0.1752 *** (-18.81)
控制变量	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
年份效应	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes

								续表
被解释变量	<i>Fin_G</i>	<i>EDP</i>	<i>Fin_G</i>	<i>EDP</i>	<i>Fin_G</i>	<i>EDP</i>	<i>Fin_G</i>	<i>EDP</i>
行业效应	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
N	16215	16215	16176	16176	16215	16215	16176	16176
Adj. R ²	0.1236		0.1223		0.1236		0.1223	
Pseudo R ²		1.1958		1.2004		1.1976		1.1941

(二) 金融危机、金融资产配置与违约风险

2008 年金融危机席卷全球,中国经济也受到严重冲击。为了应对经济下滑趋势,中国在 2009 年实施了总额高达 4 万亿的经济刺激计划,在宽松货币政策的指引下,中国的广义货币供应量余额($M2$)从 2008 年底的 47.52 万亿人民币急速上升到 2010 年底的 72.59 万亿人民币,同比增长 52.76%。因此,本文将金融危机期间宽松货币政策的实施纳入讨论范畴,采用 2007–2010 年的数据进行了稳健性检验,并以金融危机爆发为节点,引入了金融危机变量(*After*)、金融危机与金融资产配置的交乘项($After \times Fin_G$)。若年份为 2009、2010,则 *After* 赋值为 1,认为是金融危机爆发之后;若年份为 2007、2008,则 *After* 赋值为 0,认为是金融危机爆发之前。表 7 列示了金融危机、金融资产配置与违约风险的回归结果, $After \times Fin_G$ 的系数为 0.0035,在 10% 的水平上显著为正,与表 3 的实证结果一致,模型结论保持稳健。

表 7 金融危机、金融资产配置与违约风险

被解释变量	<i>EDP</i>
	(1)
<i>After</i>	-0.3084*** (-18.76)
<i>Fin_G</i>	-0.0016*** (-3.13)
$After \times Fin_G$	0.0035* (1.90)
控制变量	Yes
年份效应	Yes
行业效应	Yes
N	4545
Pseudo R^2	0.8188

(三) 金融资产配置的敏感性测试

借鉴胡奕明等(2017)、王红建等(2017)的方法,本文分别选用金融资产占总资产的比值($FinA$)、企业期末持有金融资产的自然对数(LN_Fin)等作为金融资产配置的衡量变量,对金融资产配置与违约风险的关系进行稳健性检验。回归结果显示,金融资产配置与违约风险的回归系数均显著为负,论文的主要研究结论保持不变。限于篇幅,略去具体的稳健性检验结果。

(四) 企业违约风险的敏感性测试

传统的违约风险计算主要依据美国公司的历史数据模拟确定临界点。为了提升本文结论的稳健性,借鉴王化成等(2019)的做法,分别将负债的账面价值设定为短期负债加上0.1、0.3、0.7、0.9倍的长期负债,并计算企业的违约风险,以验证主要结论的稳健性。改变违约风险计算的临界点之后,金融资产配置与违约风险之间的负相关关系依然存在,说明论文结论的稳健性较好。限于篇幅,略去具体的稳健性检验结果。

六、研究结论

本文以2007-2016年中国A股上市公司为研究对象,讨论了金融资产配置对违约风险的影响。研究发现:企业持有的金融资产越多,违约风险越低,金融资产配置的“蓄水池效应”更明显;宽松的货币政策会抑制企业金融资产投资对违约风险的降低作用,金融资产配置的“逐利效应”显现。政府规制也会产生一定的公司治理作用。与产业政策不支持行业相比,当上市公司所处行业受到国家产业政策支持时,金融资产配置对违约风险的降低作用更加显著;但是政府规制的公司治理作用在货币政策宽松时受到限制,宽松的货币政策会抑制金融资产配置对违约风险的降低作用。进一步研究中,本文证实了会计稳健性的提升是金融资产配置降低违约风险的路径之一。

本文从微观角度解释了中国经济的现实状况,具有重要的理论和现实意义。在理论上,本文拓展了企业金融资产配置动机以及企业违约风险影响因素的讨论范畴,并揭示了金融资产配置影响违约风险的作用机理。在政策启示上,本文的研究结论表明:(1)金融资产作为企业投资的重要方面,是管理层进行资产管理的重要手段,因此适度规模的金融资产投资能够降低公司的代理成本,有利于提升公司价值;(2)在货币政策宽松时期,银行信贷供给量的上升有可能导致企业对金融资产的非理性配置,提升公司的代理成本,最终引致违约风险的上升。为了防止可能存在的经营风险,政府和监管机构应该在货币政策宽松时期着力监管上市公司的资金流向,加强对企业持有金融资产的监管力度,鼓励银行信贷资金流向实体经济。

在中国经济发展进入“新常态”的背景下,提高金融资源配置效率,引导金融服务实体经济成为中国现阶段的重要任务。本文实证讨论了金融资产配置对违约风险的影响,希望研究结论能够为政府部门提高政策执行效率提供有益借鉴,也能够为微观企业采取措施提升企业经营绩效提供一定指导。

参考文献

- [1] 陈德球、刘经纬和董志勇 2013,《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》第 11 期,第 68 ~ 81 页。
- [2] 邓路、刘瑞琪和廖明情 2016,《宏观环境、所有制与公司超额银行借款》,《管理世界》第 9 期,第 149 ~ 160 页。
- [3] 杜勇、张欢和陈建英 2017,《金融化对实体企业未来主业发展的影响: 促进还是抑制》,《中国工业经济》第 12 期,第 113 ~ 131 页。
- [4] 韩立岩和陈文丽 2006,《贷款组合中违约传染的机理研究》,《金融研究》第 7 期,第 143 ~ 150 页。
- [5] 胡奕明、王雪婷和张瑾 2017,《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》,《经济研究》第 1 期,第 181 ~ 194 页。
- [6] 刘贵春 2017,《金融资产配置与企业研发创新 “挤出”还是“挤入”》,《统计研究》第 7 期,第 49 ~ 61 页。
- [7] 刘贵春、张军和刘媛媛 2018,《金融资产配置、宏观经济环境与企业杠杆率》,《世界经济》第 1 期,第 148 ~ 173 页。
- [8] 彭俞超、韩珣和李建军 2018,《经济政策不确定性与企业金融化》,《中国工业经济》第 1 期,第 137 ~ 155 页。
- [9] 饶品贵和姜国华 2013,《货币政策对银行信贷与商业信用互动关系影响研究》,《经济研究》第 1 期,第 68 ~ 82 页。
- [10] 王红建、曹瑜强、杨庆和杨筝 2017,《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》,《南开管理评论》第 1 期,第 155 ~ 166 页。
- [11] 王化成、侯杰然和刘欢 2019,《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》第 4 期,第 4 ~ 19 页。
- [12] 王诗雨和陈志红 2018,《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景分析》,《会计研究》第 11 期,第 56 ~ 62 页。
- [13] 温忠麟、张雷、侯杰泰和刘红云 2004,《中介效应检验程序及其应用》,《心理学报》第 5 期,第 614 ~ 620 页。
- [14] 许浩然和荆新 2016,《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》第 9 期,第 36 ~ 52 页。
- [15] 张成思和张步昙 2016,《中国实业投资率下降之谜: 经济金融化视角》,《经济研究》第 12 期,第 32 ~ 46 页。
- [16] 祝继高、韩非池和陆正飞 2015,《产业政策、银行关联与企业债务融资——基于 A 股上市公司的实证研究》,《金融研究》第 3 期,第 176 ~ 191 页。
- [17] Almeida, H. , M. Campello , and M. S. Weisbach. 2004. “The Cash Flow Sensitivity of Cash” *Journal of Finance* , 59 (4) : 1777 ~ 1804.
- [18] Bharath, S. T. , and T. Shumway. 2008. “Forecasting Default with the Merton Distance to Default Model” *Review of Financial Studies* , 21 (3) : 1339 ~ 1369.
- [19] Brogaard, J. , D. Li , and Y. Xia. 2017. “Stock Liquidity and Default Risk” *Journal of Financial Economics* , 124 (3) : 486 ~ 502.
- [20] Chiang, S. M. , H. Chung , and C. M. Huang. 2015. “A Note on Board Characteristics , Ownership Structure and Default Risk in Taiwan” *Accounting and Finance* , 55 (1) : 57 ~ 74.
- [21] Demir, F. 2009. “Financial Liberalization , Private Investment and Portfolio Choice: Financialization of Real Sectors in Emerging Markets” *Journal of Development Economics* , 88 (2) : 314 ~ 324.
- [22] Jensen, M , C. 1986. “Agency Costs of Free Cash Flow , Corporate Finance , and Takeovers” *American Economic Review* , 76 (2) : 323 ~ 329.
- [23] LaFond, R. , and R. L. Watts. 2008. “The Information Role of Conservatism” *Accounting Review* , 83 (2) : 447 ~ 478.
- [24] Liang, P. J. , and X. Wen. 2007. “Accounting Measurement Basis , Market Mispricing and Firm Investment Efficiency” , *Journal of Accounting Research* , 45 (1) : 155 ~ 197.
- [25] Merton, R. C. 1974. “On the Pricing of Corporate Debt: The Risk Structure of Interest Rates” *Journal of Finance* , 29

(2): 449 ~ 470.

- [26] Orhangazi, Ö. 2008. "Financialisation and Capital Accumulation in the Non – Financial Corporate Sector: A Theoretical and Empirical Investigation on the US Economy: 1973 – 2003" *Cambridge Journal of Economics*, 32(6): 863 ~ 886.
- [27] Richardson, S. 2006. "Over – investment of Free Cash Flow" *Review of Accounting Studies*, 11(2 – 3): 159 ~ 189.
- [28] Seo, H. J., H. S. Kim, and J. Kim. 2016. "Does Shareholder Value Orientation or Financial Market Liberalization Slow Down Korean Real Investment?" *Review of Radical Political Economics*, 48(4): 633 ~ 660.
- [29] Stulz, R. M. 1984. "Optimal Hedging Policies" *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 19(2): 127 ~ 140.

Financial Asset Allocation and Default Risk: The Reservoir Effect versus the Profit – Seeking Effect

DENG Lu LIU Huan HOU Canran

(School of Economics and Management , Beihang University;

School of Business , Beijing Technology and Business University;

School of Economics and Management , Beijing University of Posts and Telecommunications)

Summary: As China adjusts to its new stage of economic development and the globalization of trade and finance , corporate investment enthusiasm is waning. This is due to the reduced profits of traditional industries , a decline in the labor force and a lower labor – capital ratio. Stocks , bonds , some financial derivatives and other financial assets have become the hot areas of corporate investment. Debt default is a major disruptive event in a firm's operation and the default risks of both private firms and state – owned enterprises have been rising since March 2014 , meaning that lowering the debt risk of enterprises has become a focus of local government departments. Chiang et al. (2015) and Brogaard et al. (2017) construct a simplified default probability model based on the work of Bharath and Shumway (2008) , who document that corporate default risk is closely related to the absolute value and the volatility of asset values , suggesting that better corporate governance mitigates corporate default risk.

From a micro perspective , a firm's financial asset allocation decision is influenced by two mechanisms , the reservoir effect and the profit – seeking effect. The reservoir effect arises because financial assets can stabilize a company's income and reduce the company's financing costs , both of which enhance the company's development potential. An implication of the profit – seeking effect is that holding too many financial assets threatens a firm's main business , inhibits the productivity of its physical investment and damages its long – term development. We focus on the agency cost in the financial asset allocation decision. We show that if the reservoir effect is the main driver of the financial asset allocation decision , financial asset investments arise from a strategic choice made by management to maintain the stable development of the enterprise , which reduces the agency cost. If the profit – seeking effect dominates , financial asset investments are the result of management myopia and so aggravate the agency conflicts between shareholders and managers.

Using data on China's A – share listed firms from 2007 to 2016 , we find that firms with more corporate financial assets have lower default risks , so the reservoir effect of financial asset allocation is significant. However , agency conflict is greater when monetary policy is loose , as loose monetary policy attenuates the

negative relation between corporate financial asset holding and default risk.

The government can adjust the structure of the national economy by formulating industrial plans appropriate for China's institutional setting. However, the information asymmetry between firms and the government means that the policies implemented by government regulators can have uncertain policy effects and adverse selection on the part of management can increase the risk of corporate default. In this paper, we discuss the effect of industry policy on the relation between a firm's financial asset allocation and its default risk and find that the reservoir effect is significant for firms belonging to industries supported by China's industrial plan, suggesting that government regulation alleviates enterprises' agency problems. However, supportive industrial policy exacerbates the adverse selection problem for management when monetary policy is loose, so financial asset investment is an important factor influencing corporate default risk. In addition, we use the quality of accounting information as a measure of agency costs and find that accounting conservatism mediates the relation between a firm's financial asset allocation and its default risk.

We make several contributions in this paper. First, we examine the effect of a firm's financial asset allocation on its corporate default risk, enriching discussion of which factors drive corporate default risk. Our results reveal the internal reason for the risk changes of China's listed companies and provide theoretical guidance for regulatory authorities on making policy. Second, we investigate the path of influence of financial asset allocation on default risk through agency cost, allowing us to explore the internal logic of the influence of a firm's financial asset allocation on its default risk and deepening the discussion of the motivations for financial asset allocation decisions. Finally, we verify the moderating effects of monetary policy and industrial policy on the relation between a firm's financial asset allocation and its default risk, contributing to the literature on macroeconomic policy and micro corporate behavior and providing useful evidence that the government can use to improve the effectiveness of policy.

Keywords: Financial Asset Allocation, Default Risk, Monetary Policy, Industry Policy

JEL Classification: E50, G30, G32

(责任编辑: 李文华) (校对: LH)