

负债来源结构对公司债务违约风险的影响研究

李静

天津财经大学珠江学院，天津市，301811；

摘要：近年来企业债务违约事件频发，这不仅与企业的高负债经营有关，还与其负债来源结构密切相关。本文以我国 A 股上市公司为研究样本，考虑负债来源结构对公司债务违约风险的影响。研究发现：不同负债来源均与企业债务违约风险正相关；且相比商业信用，银行信用融资对企业债务违约风险的放大效应更显著。本文的研究不仅为公司债务违约风险的防范及有效融资决策的制定提供了理论参考，同时有助于明确我国银行和商业信贷未来的监管治理方向，推动资本市场资金的高效配置。

关键词：负债来源；商业信用；银行信用；违约风险

DOI：10.64216/3080-1486.25.10.018

引言

近年来，随着中国资本市场的不断发展与监管环境的日益完善，上市公司的融资渠道逐渐多元化，但银行信用与商业信用在负债结构中的主导地位仍未发生根本改变。与此同时，受经济增速换挡、产业结构调整以及新冠疫情等突发事件的影响，部分上市公司出现业绩亏损、现金流断裂等问题，债务违约事件频发，不仅损害了投资者利益，也对资本市场的稳定运行与实体经济的健康发展造成了负面影响。企业债务违约风险不仅与企业的举债规模有关，还与其融资途径密切相关^[1]。在当前我国去杠杆的大背景下，企业如何优化其负债来源结构于企业防范债务风险以及顺应国家政策要求有着重要意义。

目前，国内外对企业债务违约风险的相关研究主要集中于探究企业债务违约风险的影响因素以及甄选指标建立企业债务违约预测模型。关于企业债务违约风险的影响因素，可分为企业自身财务状况、企业管理因素、股市表现以及外部宏观经济因素等方面^[2-4]，而对于企业债务违约风险的预测模型也大多围绕这几个方面展开。

本文研究我国金融市场条件下，企业负债来源结构的选择对其未来债务违约可能性的影响，首先为企业的融资决策提供了理论参考。其次，通过探讨不同负债来源对企业负债相机治理作用的差异，有助于监管者了解目前我国银行及商业债权人对企业的债务偿还是否具有“硬约束力”，从而明确未来的监管治理方向。最后，本文对于如何缓解中小企业和民营企业受到的融资约束有一定政策启示。如构建多层次的资本市场，拓宽企

业的融资渠道，鼓励更多的企业通过发行公司债或股权融资等方式筹集资金等。

1 理论分析

企业债务违约风险与企业负债涉及的经营战略、财务表现、投资效率等方面密切相关^[5]。企业扩大融资规模将直接不可避免地增加企业的还本付息压力。为定期偿还高额利息，企业要求的投资报酬率会相对较高。然而高收益往对应高风险，企业财务风险增加，此时企业很可能由于巨大的资金运作压力出现债务违约^[1]。考虑银行信用和商业信用两种融资方式的差异，一方面商业信用是企业日常经营中形成的经营性负债，在信用期内可无偿使用，使用成本较低。而银行信用偿还刚性强、使用成本高，企业由于还款压力可能面临更大的债务违约风险^[5-6]。另一方面，银行信用通常期限较长、额度较大，而商业信用受个别企业商品数量和规模以及商品生产和流转周期的限制，通常短期小额。而长期额度较大的借款更具不确定性，企业还款压力、可持续经营能力也都备受考验，因此企业债务违约风险升高^[1]。风险预期方面，商业信用通常与特定的交易行为相联系，所以风险在事前基本就能被“锁定”。而银行信用只是纯粹的借款行为，流动性低，一旦投入企业就会被套牢；并且由于缺乏充分竞争的市场价格，银行无法对其债权资产做出及时准确的价值评估，面临的道德风险加大：债务企业很可能将银行借款挪为他用、改变投资方向，或者从事其他隐匿、转移企业资产的行为^[7]。所以对于以银行信用融资为主的企业，其投资方向的不确定性导致了企业债务违约风险升高。潜在约束方面，相对而言，

虽然银行在贷款审批中有权了解企业各方面的信息，但商业信用属于市场行为，长期的日常贸易关系使得借贷企业间的信息透明度较高，而这一信息优势是银行难以获得的。并且商业信用完全凭信用、企业之间的赊销与赊购完全依据之前的付款记录。若企业故意违约，拖延付款、无力交货或者无力偿还货款，企业的信用和形象将急速下降，影响企业的长远发展^[8-9]。所以商业信用对于股东和企业经营者的潜在约束力更强，由此导致的企业债务违约风险较低。

综合以上分析我们提出假设：不同负债来源均与企业债务违约风险正相关；且相比商业信用，银行信用融资对企业债务违约风险的放大效应更显著。

2 研究设计

2.1 样本选择说明

本文以 2013 年-2022 年我国 A 股上市公司为研究样本，原始数据来源于 wind 数据库。在实证分析前，我们对原始数据进行如下处理：（1）剔除金融保险类公司

样本；（2）剔除 ST、*ST 等财务状况异常的公司样本；（3）剔除存在严重数据缺失的公司样本；（4）对所有连续型变量在 1%和 99%分位处上进行缩尾处理。

2.2 变量说明

2.2.1 债务违约风险

本文借鉴 Merton（1974）的方法^[10]，利用 KMV 模型测度企业的债务违约风险。

2.2.2 负债来源结构

银行信用（BD）用企业当年的银行借款额与年末总资产的比值衡量，商业信用（CD）用企业当年的应付账款、预收账款和应付票据之和与年末总资产的比值衡量。

2.2.3 其他变量

考虑到影响企业债务违约风险的企业自身财务状况、公司治理与管理、股市表现等因素^[11-12]，本文控制了公司规模、资产负债率、公司成长性、董事会规模、净资产收益率、股权集中度、有形资产、市净率和利润水平。此外，我们还控制了公司（Firm）和年度（Year）。主要变量的定义及解释见表 1。

表 1 变量名称与定义

名称	符号	定义
违约风险	DD	以 KMV 模型所得的违约距离测度，其值越大，违约风险越小
银行信用	BD	银行借款/总资产
商业信用	CD	（应付账款+预收账款+应付票据）/总资产
公司规模	Size	公司当年期末总资产的自然对数
资产负债率	DAR	负债总额/资产总额
公司成长性	Growth	营业收入增长率
董事会规模	Board	董事会人数
净资产收益率	ROE	期末净利润/总资产
股权集中度	TOP10	前十大股东持股比例
有形资产	Tangibility	当年末有形资产/总资产
市净率	PB	每股股价/每股净资产
利润水平	Profitability	EBITDA/总资产

2.3 模型设计

本文采用面板固定效应回归，主要回归模型如下：

$$DD_{i,t} = \alpha + \beta BD_{i,t} + \gamma CD_{i,t} + \delta Controls_{i,t} + \sum Firm + \sum Year + \varepsilon_{i,t} \quad (6)$$

其中， $DD_{i,t}$ 表示公司 i 在 t 年的平均违约距离， $BD_{i,t}$ 、 $CD_{i,t}$ 分别代表 t 年末公司的银行信用和商业信用， $Controls_{i,t}$ 是一组可能会影响公司债务违约风险的变量。分别用 $\sum Firm$ 和 $\sum Year$ 控制了年份、个体企业的固定效果，以排除潜在遗漏变量的影响。 $\varepsilon_{i,t}$ 是随机误差项。

3 实证分析

3.1 基准回归分析

表 2 的（1）栏列示了负债来源结构与债务违约风险的回归结果。可以发现，银行信用（BD）和商业信用（CD）都与违约距离（DD）负相关，系数分别为-0.36 和-0.27，且都在 1%的置信水平上显著，表明负债（银行信用、商业信用）对违约距离有显著的负向影响，即对违约风险有显著的放大效应。

为探究银行信用与商业信用对违约风险影响的相

对大小，用银行信用与商业信用的比值（BD/CD）作为自变量对违约距离（DD）进行回归，结果如表 2 的（2）栏所示。可以发现，相对于商业信用，随着银行信用融资规模的扩大，违约距离在 1%的置信水平上显著降低，即违约风险显著增大。结果表明，相比商业信用，更多

依赖银行信用融资的企业对违约风险的放大效应更显著。进一步地，为确保本文结论的可靠性，我们采用 GMM 方法重新回归模型，结果如 2 的（3）栏和（4）栏所示。可以发现，GMM 估计结果与我们的结论基本一致。根据以上分析，本文假设得到证实。

表 2 公司负债来源结构与违约风险的回归分析

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	DD	DD	DD	DD	DD	DD
BD	-0.3609*** (-7.08)		-0.4783*** (-11.98)		-0.3134*** (-5.57)	
CD	-0.2687*** (-4.59)		-0.3517*** (-8.66)		-0.2753*** (-4.21)	
BD/CD		-0.0128*** (-3.97)		-0.0065*** (-2.76)		-0.0084** (-2.36)
Constant	1.7094*** (10.71)	1.5328*** (9.73)	2.3384*** (23.06)	2.1271*** (21.01)	1.7077*** (9.66)	1.5422*** (8.86)
Control variables	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Firm	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Year	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
N	18125	18125	18125	18125	15500	15500
Adj.R2	0.0893	0.0812	0.1166	0.1092	0.0884	0.0815

注：括号中为经异方差调整后的 t 值；***，**，*分别表示在 1%，5%，10%水平显著。

3.2 稳健性检验

由于企业负债来源结构可能存在系统性差异，为了减轻实证中可能存在的内生性问题，增强结论的有效性，本文采用倾向得分匹配法（PSM）进行测试。我们以银行信用与商业信用比值（BD/CD）的样本中位数为基准，将全部样本分为处理组与控制组两大类。当比值高于其所对应指标的中位数时 Treat 取 1，否则为 0。随后我们根据所估计的倾向得分，运用最邻近匹配法进行样本匹配。为保证所有处理组都能匹配到相应的对照组样本，在匹配过程中我们采取有放回抽样。未报告的匹配后均衡性检验结果显示，大部分控制变量匹配效果良好。倾向得分匹配后的回归结果如表 2 的（5）列和（6）列所示，结果同样表明负债的扩大会使公司面临更大的违约风险；且相比商业信用，银行信用融资的违约风险放大效应更显著。

4 研究结论与建议

本文以我国 2013-2022 年 A 股上市公司为研究样本，考虑负债来源结构对企业违约风险的影响。研究发现，对于不同负债来源，企业债务违约风险都将随着融资规模的扩大而增加。且相比商业信用，那些更依赖于银行信用融资的企业面临更高的违约风险。本文的研究结论不仅丰富了企业债务违约领域的相关文献，同时对

企业自身债务违约风险的防范、银行和商业信贷未来的治理以及资本市场的建设均有一定政策启示。

首先，重视负债融资对企业的相机治理作用，提高商业信用在负债来源结构中的比例。企业扩大融资规模将不可避免地增大企业的还本付息压力，使得企业面临更高的债务违约风险，但负债可以发挥税盾效应，并对企业产生治理作用。企业在进行融资决策时首先应当根据自身及行业整体的经营状况选择合适的股权和债权融资比例，接着再确定负债来源结构中银行信用和商业信用的比例。其次，加强对商业银行信贷业务的治理，不断完善商业信用体系的构建。目前我国商业银行对企业贷款的审核机制不够完善，尤其是对国有企业，银行信用没有起到有效的负债治理作用。因此相关部门应加强对商业银行特别是信贷方面的监督和治理，克服银行信用对国有企业的“预算软约束”，切实解决银行与国企产权高度同质性引发的信贷问题。同时，政府应当减少干预，让银行信贷资源的分配更加市场化，使银行能够更充分的发挥信贷管理人角色；并且有关部门也应不断完善商业信用体系和相关规章制度，加强商业信用债权人的监督职能，为其充分发挥负债的相机治理作用提供制度保证。最后，构建多层次的资本市场，鼓励企业拓宽融资渠道。鼓励企业通过发行企业债券、上市交易等渠道融资，引入更多“硬预算约束”的债权人，让企

业内部的非效率投资问题得到有效解决,进而最大程度降低企业的债务违约风险。

参考文献

- [1]张玉兰,翟慧君,景思婷,等.R&D投入、融资约束与企业投资效率——基于中国制造业上市公司的经验数据[J].会计之友,2019,(16):78-84.
- [2]Lundqvist S A,Vilhelmsson A.Enterprise Risk Management and Default Risk:Evidence from the Banking Industry[J].Journal of Risk and Insurance,2018,85(1):127-157.
- [3]Brogaard J,Li D,Xia Y. Stock liquidity and default risk[J].Journal of Financial Economics,2017,124(3):486-502.
- [4]Panteghini P M, Vergalli S. Accelerated Depreciation,Default Risk and Investment Decisions[J].Journal of Economics,2016,119(2):1-18.
- [5]郭婧,张新民.企业战略激进、信贷周期与债务违约[J].外国经济与管理,2021,43(07):38-53.
- [6]张新民.资产负债表:从要素到战略[J].会计研究,2014(05):19-28+94.
- [7]陈耿,周军.企业债务融资结构研究——一个基于代理成本的理论分析[J].财经研究,2004(02):58-65.
- [8]张庆君,马红亮.上市公司债务违约对商业银行的风险溢出效应研究[J].安徽师范大学学报(人文社会科学版),2021,49(01):117-126.
- [9]杨畅,白雪洁,赵洋.营商环境、债务来源与融资歧视——基于契约异质性视角的实证研究[J].当代财经,2020(06):101-113.
- [10]Merton,Robert C.on the Pricing of Corporate Debt: The Risk Structure of Interest Rates[J].Journal of Finance,1974,29(2):449-470.
- [11]Gopalakrishnan B,Mohapatra S. Insolvency regimes and firms' default risk under economic uncertainty and shocks[J].Economic Modelling,2020,91:180-197.
- [12]Nadarajah S,Duong H N,Ali S,et al. Stock liquidity and default risk around the world[J].Journal of Financial Markets,2020:100597.

作者简介:李静(1996年-),女,汉,山西省阳泉市,硕士研究生,天津财经大学珠江学院,助教,研究方向:公司金融、绿色金融。