

企业债务违约的影响因素研究综述与展望

孙海涛，王雪

(青岛理工大学商学院，山东 青岛 266520)

摘 要：针对债务违约现象，学术界进行了丰富的研究，尤其是关于企业债务违约风险的影响因素方面的研究。但现有研究成果资料较分散，综述性文章仍欠缺，同时在新实施政策的经济后果方面存在进一步拓展的空间。基于此，本文从内外部两个视角对影响企业债务违约的因素作了较为全面的研究综述，并提出未来可能的研究方向，为违约风险的后续研究提供启示。

关键词：债务违约风险；影响因素；研究综述

中图分类号：F275 **文献标识码：**A

引言

防范化解金融风险，是政府的三大攻坚战目标之一。党的二十大又对金融安全，特别是如何防范化解金融风险作出了重要部署，把金融风险防范提到了一个新的高度。在中央财经委员会的第一次会议上，习总书记就提出金融风险的防范化解，最基本的思路就是结构性去杠杆，降杠杆的主要部门是地方政府和企业；并指出要针对不同的债务类型，根据债务类型精准施策，努力实现宏观杠杆率稳定和逐步下降，直至去除杠杆。由此可见，债务风险的防范化解具有重大意义和迫切性。在防范化解重大风险中，企业的债务风险是一个应特别予以关注的问题。

债务违约行为不仅会侵害债权人的权益，还会给自身带来重大的声誉风险，甚至可能导致企业后续融资受阻，造成连环债务违约^[1]。本文借助文献综述的形式，对现有基于债务违约的相关研究成果进行回顾，从企业内、外部两个角度入手，对其影响因素的现有研究进行梳理与总结，再针对研究空白作出未来研究的展望，以期为企业

业债务违约风险的后续研究有所裨益。

1 企业外部因素

1.1 宏观经济环境不确定性

从企业外部视角，外部环境如宏观经济、金融环境的变化都会影响债务违约风险。Duncan^[2]最先研究外部环境不确定性对企业经营的影响，发现当外部环境不确定性越高时，企业的日常经营活动所得会越不稳定，盈利能力也会降低，债务违约的可能性增加。张靖等^[3]发现外部环境的变化会使公司出现负债违约的可能性增大，而环境的不确定又会使公司的资金成本上升、增加经营风险并增强信息不对称程度。

宏观经济环境中的因素发生改变，也会对公司的债务违约造成明显的影响。总体来看，经济环境越好，产生债务违约的可能性越低；而经济下行期，债务违约风险显著增加^[4]。Bevan and Garzarelli^[5]认为经济周期会影响企业债务违约风险，宏观经济处于萧条期时，会对微观企业的生产经营活动产生影响，企业发生违约的可能性显著增加。Kuehn and Schmid^[6]进一步指出，这种

收稿日期：2023—06—14

第一作者简介：孙海涛（1974—），男，教授，硕士生导师

通讯作者简介：王雪（1997—），女，硕士研究生

基金项目：2022 年度青岛市社会科学规划研究项目（QDSKL2201192）；山东省教育科学“十四五”规划课题（2021CYB019）；中国冶金教育学会教育科研课题（2022YB24）。

影响具有非对称性,经济复苏时不会显著降低企业产生违约的概率,且不同行业受到影响的程度不同。

1.2 金融因素与货币政策

金融市场环境变化会显著影响企业债务违约风险。程文卫^[7]认为,上市公司债券信用利差主要受到物价指数、货币供应量、股指变动以及国债收益率等因素的影响。吴锡皓和陈佳馨^[8]研究指出,放开贷款利率管制的下限,对违约风险的降低有明显作用。通过降低最低限额,加大各银行间的竞争,企业能够得到较低利息的长期资金,减少“短贷长投”行为,这种行为在规模小以及研发投入高的企业中更明显。另外,数字普惠金融作为一种新兴的金融服务模式,可以通过缓解融资难融资贵的问题,降低中小企业违约风险。俞毛毛等^[9]从供、需两个角度论述了数字金融与上市公司债券违约风险之间的关系。从供给侧,数字金融具有减少信息不对称程度、增强信贷资金管控、促进金融网点的扩张、增强银行网点之间的竞争等作用,从而能够缓解公司融资难融资贵的问题;而从需求端,数字金融通过与互联网+等新模式相结合,能够提高企业投资效率,有效控制违约风险。

货币政策作为国家对国民经济进行宏观调控的重要工具,不同程度的货币政策也会对企业违约产生不同的作用。王博等^[10]通过构建非线性DSGE模型,检验了货币政策不确定性对违约风险的作用。结论显示,货币政策越不确定,企业债务越有可能产生违约,企业产出也会相应下降。具体而言,货币政策宽松时,银行更有提供长期贷款的意愿;企业能利用的长期借款越多,债务发生违约的概率就越低。当货币政策收紧时,银行等金融机构通常会缩短贷款期限并提高信贷利率,以降低违约风险,进而就会加大企业偿债压力,债务企业发生违约的可能性上升^[11]。

1.3 资本市场制度与政策

资本市场开放对企业经营风险存在双刃效应,但相关研究的结论表明,资本市场开放能显著降低公司的债券违约风险。贾秀彦和吴君凤^[12]的研究表明,资本市场开放显著降低了企业债务违约的风险,作用路径主要有提升公司治理水平、降低企业信息不对称程度、缓解融资约束等。陈利等^[13]借助中国资本市场2010年放松卖空管

制的融资融券制度“准自然实验”,研究发现卖空机制的引入显著降低了卖空标的企业的违约风险,并通过结合内部控制发挥双重治理效应,降低了企业债务违约风险。

另外,过度负债是诱发企业债务风险的主要根源,近年来我国出台的“去杠杆”政策就是旨在降低杠杆率、防范化解企业部门的债务风险。基于防范化解金融风险 and 去杠杆政策背景,吴丹和郑攀攀^[14]实证检验得出去杠杆政策显著降低了企业的总体债务风险,并且对于金融债务风险有更为显著的抑制作用。綦好东等^[15]发现去杠杆能够通过降低企业财务风险,从而提升企业绩效,对于公司长期的发展和项目经营投资具有正向作用。

1.4 行业特征

首先,从行业特征角度出发,不同行业企业的债务违约风险特点也有差别。郭鹏飞和孙培源^[16]发现,处于管制类行业的企业由于经营具有垄断属性、利润丰厚,因而负债率较低,产生债务违约的可能性也较低。何光辉和杨咸月^[17]选取小微企业作为研究对象,研究发现,在资本密集型与技术密集型产业中,小微企业因竞争剧烈、附加值及利润率偏低,抵御市场波动的能力较差,发生债务违约的可能性更大。另外,为了实现“碳达峰”“碳中和”目标,我国出台了降低碳排放的政策。这给企业带来绿色发展机遇的同时,也加大了重污染行业企业的经营风险。从可持续发展来看,采取减少碳排放的相关措施非常符合可持续发展的理论,但是对于以盈利为目标的企业来说,可能会增加经营成本^[18],如重污染企业会增加环保投入、大量资产减值、设备更新换代等,由此产生经营效率低下、资金紧张等问题,从而增加企业债务违约风险^[19]。

其次,行业困境也可能导致公司债务拖欠。根据贱卖效应理论,违约企业的价值取决于同行业其余企业的财务水平。当所处行业产生困境时,整个行业的企业都会受到影响,违约企业的损失进而加大,能够回收的资金会更少^[20]。陆蓉等^[21]指出,处于竞争激烈、不确定性强且成长性高行业的企业,其资本结构具有“同群效应”,即行业内企业为了生存和发展,会跟随行业领导者增加负债规模,最终导致行业内发生系统性违约的风险剧烈增加。

2 企业内部因素

2.1 企业的投融资决策

一方面,企业的投资行为越激进,投资效率越低,违约风险越高。刘垣钰和郭淑娟^[22]研究发现,企业的“短贷长投”行为会通过增加债务融资成本、降低企业盈利水平、提高过度投资程度这三种途径来增加企业债务违约风险。徐朝辉和周宗放^[23]实证检验得出,企业的过度投资行为会显著增加其违约风险,过度投资会增加相应的成本费用,从而加大违约风险。提高内部控制水平可以有效管控过度投资行为,从而降低债务违约风险。

另一方面,企业的资金来源不同,意味着资本结构不同,即不同的负债水平。根据优序融资理论,当企业内部资金无法支撑正常经营时,就会选择外部融资的方式进行资金补给。由于债务融资的资本成本更低,公司会倾向于选择负债融资,导致积累的负债逐渐增多,违约的概率也会增加。Black and Scholes^[24]指出,若企业的负债水平高于其资产水平,即资产负债率超过100%,那么企业发生债务违约的可能性会显著增加。此外,企业激进的融资行为也是财务困境的影响因素之一。企业采取激进的融资决策需要充足的资金支持,若长期资金来源无法得到满足,企业往往选择短期资金借贷以满足投资需求,而短期债务偿还压力大,企业未来的违约风险升高^[25]。

2.2 公司治理因素

公司治理水平与财务危机之间存在显著的影响关系。公司治理薄弱、内部控制存在重大缺陷的企业更容易陷入财务困境危机。Yeh and Lee^[26]认为,相比于治理水平高的公司,内部治理水平低的公司宏观经济环境萧条时更容易受到影响,陷入财务危机的可能性更大;相反,良好的公司治理可以提高会计信息的可比较性,减少信息不对称,因此可以减轻委托冲突和融资限制^[27]。对于企业内部控制水平与财务困境之间的关系,李璐^[28]研究发现,具有内部控制缺陷的公司陷入财务困境危机的可能性更大。相反,良好的内部控制水平,能够改善企业生产经营效率,降低现金流短缺风险,并约束企业的激进投资行为。李萌和王近^[29]认为具有较高内部控制质量的企业,其债务违约风险往往更低,并且当企业信用

资质提升时,内部控制水平提高对于企业债务违约风险的边际影响逐渐降低。

2.3 会计信息质量

会计信息质量会间接影响企业的债务违约风险。张焰朝等^[27]从会计信息质量治理效应出发,研究发现会计信息可比性能够通过减少代理冲突,降低企业管理层由于自身原因而作出不利于企业价值的决策的可能性,并且通过降低信息不对称程度来缓解融资约束,进而降低风险。

此外,企业的盈余管理行为会使会计信息失真,使会计信息不能真实反映公司的盈利水平。即当企业存在操纵盈余的行为时,第三方评级机构是不能进行有效识别的,从而债权人可能会把资金贷给经营效率较差、信用等级较低的公司,增加了债务违约风险。陆正飞等^[30]认为上市公司的盈余管理会损害会计信息的债务契约有用性。具体而言,当公司将要发生债务违约行为或实际上已经违约时,公司的管理者就会采取某种盈余管理的手段进行盈余操纵,从而避免企业违约可能带来的损失。徐朝辉和周宗放^[32]以我国非金融企业为样本,实证检验发现公司基于融资动机而进行的盈余操控将显著增加信用风险,相应的债券违约率会相对更高。

2.4 管理者特征

管理者的背景特征也会影响企业风险。一方面,企业家个人经历会影响企业的信用违约风险。王卫星等^[33]研究发现,相比于男性管理者,女性决策者对企业信用风险的降低作用更为明显;年龄越大的管理者基于声誉考虑、创新思维下降等原因会使企业的信用风险提升;管理者的学历越高,他就更有可能基于晋升目的具有更强烈的投资动机扩大企业,加大企业的负担,从而会加大企业的信用风险。而张兴亮和尹启华^[34]研究发现,有过饥荒经历的管理者会更加注重其现有的成绩和声誉,从而在做决策时会更加审慎、保守,企业债务违约的可能性更低。

另一方面,管理者的性格特征如管理者过度自信,也会影响企业的决策,从而影响企业的债务违约风险。姜付秀等^[35]研究发现,过度自信的管理者所实施的扩张战略会加大企业陷入财务困境的可能性。过度自信的管理者具有冒险倾向,比风险厌恶管理者更加愿意承担风险。这类管理者通常会对自身企业的资产价值过于自信,对企业所投资项目估值过于乐观,更可能导致过度投资、投资效率低下等问题^[36]。徐朝辉和周宗放^[37]以中国A股上市公司为研究对象,发现过度自信

的管理者会使公司的多元化经营程度和信用风险显著增加,更倾向于采取多元化经营战略和激进的负债融资策略,从而加大了企业的信用风险。

3 结论与展望

上述文献分别从宏观经济特征、金融市场环境、货币政策、资本市场政策、行业特征等外部因素,以及企业的投融资决策、公司治理、会计信息质量、管理者特征等企业内部因素,较为全面地探讨了影响企业债务违约风险的宏观微观因素。从以上综述可以看出,公司债务的违约会受很多因素的影响,要想减少违约风险,就必须有一个健康的市场环境、良好的政策支持、正确的领导决策以及完善的内部治理机制等相关要素的支撑。

基于宏观经济和微观企业财务视角,上述关于企业债务违约影响因素的研究已较为全面,但仍存在一定的拓展空间。宏观层面,随着我国经济的高质量发展,资本市场不断发展,相关监管政策也不断完善,对企业债务产生影响的因素日新月异,未来的研究应基于更丰富的政策背景,结合监管政策的改变对企业债务违约风险的影响因素进行更深入的探讨。微观层面,应进一步分析不同的企业制度,如企业文化、企业创新、企业战略等因素对于债务违约的影响程度,结合不同行业企业的特点进行深入探讨。

在当前多变的国际环境与市场局势中,多视角、多层面地研究企业债务违约风险的影响因素有助于推进防范化解金融风险的工作,有益于对现有的理论架构进行补充和完善。只有不断挖掘企业债务违约行为背后的影响因素,才能促进企业的健康发展,才能更好地促进资本市场的发展。

参考文献:

- [1] 蒋敏,周炜,史济川,李新.基于fsQCA的上市企业债券违约影响因素研究[J].管理学报,2021,18(07):1076-1085.
- [2] Duncan R B. Characteristics of organizational environments and perceived environmental uncertainty[J]. Administrative science quarterly, 1972: 313-327.
- [3] 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[J].经济经纬,2018,35(05):136-142.
- [4] 苗霞.债券违约形成整合性框架:文献的视角[J].财会通讯,2018,(06):124-129.
- [5] Bevan and Garzarelli. Corporate Bond Spreads and the Business Cycle[J]. The Journal of Fixed Income, 2010, (6): 54-61.
- [6] Kuehn L A, Schmid L. Investment-based corporate bond pricing[J]. The Journal of Finance, 2014, 69(6): 2741-2776.
- [7] 程文卫.我国交易所上市企业主体债券利差的影响因素研究[J].生产力研究,2009,(08):56-58+71.
- [8] 吴锡皓,陈佳馨.贷款利率市场化降低了企业债务违约风险吗?[J].财经理论与实践,2022,43(01):74-80.
- [9] 俞毛毛,马文婷,钱金娥.数字金融发展对企业债务违约风险的影响[J].金融与经济,2022,(03):39-47.
- [10] 王博,李力,郝大鹏.货币政策不确定性、违约风险与宏观经济波动[J].经济研究,2019,54(03):119-134.
- [11] 王振,曾辉.影子银行对货币政策影响的理论与实证分析[J].国际金融研究,2014,(12):58-67.
- [12] 贾秀彦,吴君凤.资本市场开放能够降低企业债务违约风险吗?:基于“沪深港通”交易制度的经验证据[J].世界经济研究,2022,(12):73-87+133-134.
- [13] 陈利,田甜,吴玉梅,谢家智.卖空机制、内部控制与企业债务违约风险——基于中国融资融券制度的准自然实验研究[J].上海金融,2022,(07):18-30.
- [14] 吴丹,郑攀攀.去杠杆政策对企业债务风险的影响——基于DID方法[J].投资研究,2021,40(04):121-138.
- [15] 綦好东,刘浩,朱炜.过度负债企业“去杠杆”绩效研究[J].会计研究,2018,(12):3-11.
- [16] 郭鹏飞,孙培源.资本结构的行业特征:基于中国上市公司的实证研究[J].经济研究,2003,(05):66-73+93.
- [17] 何光辉,杨咸月.中国小微企业信用违约影响因素的实证检验——来自某国有银行地区分行的证据[J].上海财经大学学报,2015,17(06):67-79.
- [18] 张先治,石芯瑜.基于双碳目标的会计与财务问题探讨[J].会计研究,2021,(09):24-34.
- [19] 黄世忠,叶丰滢,李诗.碳中和背景下财务风险的识别与评估[J].财会月刊,2021,(22):

- 7-11.
- [20] Acharya V V, Bharath S T, Srinivasan A. Does industry-wide distress affect defaulted firms? Evidence from creditor recoveries[J]. Journal of Financial Economics, 2007, 85 (3): 787-821.
- [21] 陆蓉, 王策, 邓鸣茂. 我国上市公司资本结构“同群效应”研究[J]. 经济管理, 2017, 39 (01): 181-194.
- [22] 刘垣钰, 郭淑娟. 短贷长投、银企关联与企业债务违约风险[J]. 金融与经济, 2022, (10): 69-78.
- [23] 徐朝辉, 周宗放. 内部控制、过度投资与公司信用风险[J]. 中国管理科学, 2016, 24(09): 21-27.
- [24] Black F, Scholes M S. The Pricing of Options and Corporate Liabilities[J]. Journal of Political Economy, 1973, 81 (3): 637-654.
- [25] 张馨月, 郝涛. 投融资期限错配与企业债券违约风险[J]. 财经问题研究, 2022, (02): 63-71.
- [26] Yeh Y H, Lee T S. Corporate Governance and Financial Distress: Evidence from Taiwan[J]. Corporate Governance An International Review, 2010, 12 (3): 378-388.
- [27] 张焰朝, 孙光国, 袁月. 会计信息可比性能抑制企业债务违约风险吗?[J]. 中央财经大学学报, 2022, (07): 48-60.
- [28] 李璐. 内部控制缺陷、公司治理结构与财务困境[J]. 财会通讯, 2018, (03): 103-107.
- [29] 李萌, 王近. 内部控制质量与企业债务违约风险[J]. 国际金融研究, 2020, (08): 77-86.
- [30] 陆正飞, 祝继高, 孙便霞. 盈余管理、会计信息与银行债务契约[J]. 管理世界, 2008, (03): 152-158.
- [31] K. O. Demirtas, K. R. Cornaggia. Initial Credit Ratings and Earnings Management [J]. Review of Financial Economics, 2013, 22, (4): 135-145.
- [32] 徐朝辉, 周宗放. 融资需求驱动下的盈余管理对公司信用风险的影响研究[J]. 管理评论, 2016, 28 (07): 12-21.
- [33] 王卫星, 张佳佳. 管理者背景特征对中小企业信用风险的影响研究[J]. 南京审计大学学报, 2018, 15 (03): 33-44.
- [34] 张兴亮, 尹启华. 高管饥荒经历与企业债务违约[J]. 贵州财经大学学报, 2022, (03): 69-79.
- [35] 姜付秀, 张敏, 陆正飞, 陈才东. 管理者过度自信、企业扩张与财务困境[J]. 经济研究, 2009, 44 (01): 131-143.
- [36] 肖峰雷, 李延喜, 栾庆伟. 管理者过度自信与公司财务决策实证研究[J]. 科研管理, 2011, 32 (08): 151-160.
- [37] 徐朝辉, 周宗放. 管理者过度自信对企业信用风险的影响机制[J]. 科研管理, 2016, 37 (09): 136-144.

Review and Prospect of Influencing Factors of Corporate Debt Default

SUN Hai—tao, WANG Xue

(Qingdao University of Technology, Qingdao266520,China)

Abstract: In view of the phenomenon of debt default, the academic circle has carried out rich research, especially on the influencing factors of corporate debt default risk. However, the existing research results are scattered, there is still a vacancy in the review articles, and there is room for further expansion in the economic consequences of the new implemented policies. Based on this, this paper makes a comprehensive review on the factors affecting corporate debt default from both internal and external perspectives, and puts forward possible future research directions to provide inspiration for the follow-up research of default risk.

Keywords: debt default risk; influencing factors; research review