

再融资风险对企业战略性和投机性投资的影响研究

徐晨晨

云南财经大学金融学院, 云南 昆明

收稿日期: 2025年12月12日; 录用日期: 2026年1月13日; 发布日期: 2026年1月21日

摘要

本文聚焦于中国经济转型期企业面临的突出财务约束问题, 探讨再融资风险对其投资决策的结构性影响。基于中国A股上市公司的实证分析, 研究发现: 再融资风险上升会显著驱动企业调整其金融资产配置, 表现为增持高流动性的战略性金融资产, 同时抑制高风险投机性金融资产, 且现金持有量在这一过程中起到核心中介作用。本研究的发现为理解中国企业的投资现象提供了基于融资约束的微观机理解释。

关键词

再融资风险, 战略性投资, 投机性投资

Research on the Impact of Refinancing Risk on Strategic and Speculative Investments of Enterprises

Chenchen Xu

School of Finance, Yunnan University of Finance and Economics, Kunming Yunnan

Received: December 12, 2025; accepted: January 13, 2026; published: January 21, 2026

Abstract

This paper focuses on the prominent financial constraint issues faced by enterprises during China's economic transition period, exploring the structural impact of refinancing risk on their investment decisions. Based on an empirical analysis of Chinese A-share listed companies, the study finds that an increase in refinancing risk significantly drives enterprises to adjust their financial asset allocation—manifested as an increase in holdings of high-liquidity strategic financial assets while restraining high-risk speculative financial assets. Cash holdings play a central mediating role in this

process. The findings of this research provide a micro-mechanism explanation based on financing constraints for understanding the investment behavior of Chinese enterprises.

Keywords

Refinancing Risk, Strategic Investment, Speculative Investment

Copyright © 2026 by author(s) and Hans Publishers Inc.

This work is licensed under the Creative Commons Attribution International License (CC BY 4.0).

<http://creativecommons.org/licenses/by/4.0/>



Open Access

1. 引言

资本的流通与筹集构成了企业融资的核心，这是一种普遍的经济行为，企业根据其发展策略和经营需求，通过特定的方法、途径和渠道，或者依赖自身积累的资金，或者向股东及债权人筹集资金，以支持其未来的发展战略和日常运营。所谓的再融资，指的是企业在首次融资之后，进行的进一步资金筹集活动，这可能包括多次的融资行为。目前，企业再融资主要通过两种方式进行：股权融资和债务融资。股权融资涉及公司发行新股份，以吸引新的投资者或激励现有股东增加对公司的投资，这是上市公司常用的资金筹集方式。而债务融资则涉及公司从银行获取贷款或通过公开市场发行公司债券，这都是企业在进行融资活动时会使用到的一些方法。这两种融资方式构成了企业资本结构中相互竞争又相互补充的两大支柱。

再融资风险主要涉及由于资本市场的变化或金融工具的多样性而导致的融资不确定性，以及企业在资本结构和债务期限结构配置上的不均衡可能导致的融资困难。不同的再融资方式会带来不同的风险，总体而言，再融资风险可以分为两个层面：首先是债务规模风险，上市公司不可能无限制地获取债务资金，当债务规模达到一定程度时，债权人可能会因企业财务风险过高而拒绝进一步贷款。同时，随着债务规模的扩大，公司的偿债能力会降低，即使能够获得新的债务资金，也需要承担更高的成本。其次是现金流动性风险，随着股权融资规模的扩大，股东对剩余财产的索取权比例会降低，这可能会降低公司对外投资的积极性，增加再融资的难度。具体表现为公司现金流和支付能力的不足，一旦发生紧急情况，可能会出现资金短缺，对投资者和债权人产生负面影响，进一步加剧公司的再融资风险，影响公司的持续运营。

关于企业金融投资方面的研究，大多数的研究者与学者都将企业的全部金融投资视为一个整体，而没有从企业配置金融资产的角度出发，将金融资产的配置差异作为影响企业投资差异的一种依据。企业之所以投资金融资产主要是出于资金的储备动机和以金融资产替代主业投资的投机动机。储备动机指的是企业将内部流动资产投资于金融资产，以备不时之需，这种金融资产需要具备高流动性和灵活性。而出于投机目的持有的金融资产主要是想用金融资产的投资收益来代替主业实体投资带来的收益，且投机性金融投资获取的金融收益可提高企业报表资产收益率，以此来吸引更多的投资者进行投资行为。

2. 文献综述

再融资风险指的是企业偿还到期债务时，缺乏足够的流动性来履行偿还义务，导致其不得不以较高的成本融资或者难以实现融资的风险。一些学者指出，由于信贷市场摩擦的存在，特别是当再融资与企业基本面或信贷市场条件恶化同时发生时，企业可能会面临短期债务滚动的困难[1][2]，再融资的成本大幅度提高[3]，以及由低效率的清算从而导致企业违约的可能[1][4][5]。现有的研究认为再融资风险源于

企业依赖需要不断展期的短期债务来支持长期投资的融资模式[6][7]。不同于企业的信用风险，再融资风险主要捕获的是企业面临短期的流动性压力，因此对于有偿付能力的企业，也可能因短期流动性不足而无法即时偿还债务而被迫违约。特别是当负面消息在债务重新签订的谈判之前到来时，企业可能会被迫接受不利的债务合同条款或无法得到融资。

目前，国外已有相当多的文献发现企业的债务再融资风险与其相应的再融资成本之间存在着显著的正向关系。具体来看，Wang 等发现再融资风险高的企业面临着更高的银行贷款成本[8]。通过研究 1990 至 2014 年期间美国市场上的银团贷款数据，他们发现在考虑了各种企业和贷款的具体变量以及企业和年份的固定效应后，企业短期债务比率是决定贷款利差的关键因素。具体来说，企业的短期债务占总资产的比率每上升一个标准差，银行贷款的利差上升 11.44 个基点，意味着利息支出增加 64.4 万美元。此外，Chen 等通过研究 1974~2017 年美国企业的微观数据，发现企业再融资压力提高了企业的预期违约概率，债权人因此要求了一个更高的风险溢价，表现为企业的信用违约互换(Credit Default Swap, CDS)的价差升高[9]。国内的一些学者对于企业的再融资压力与其再融资成本之间的正向关系也有着类似的研究和结论。陈选娟等利用我国 2010 至 2020 年沪深两市所有 A 股上市企业发行的信用类债券交易数据，研究了经济政策不确定性与债券信用利差之间的关系[10]。他们发现经济政策不确定性对债券定价具有显著正向影响，表现为在经济政策不确定性上升时，企业债券的信用利差也会上升。一些学者从现金持有量和盈余管理等方面研究了企业如何管理其债务的再融资风险。Harford 等发现企业通过增加现金持有量来缓解再融资风险[11]。通过对 1980 至 2008 年美国工业企业微观数据的研究，他们发现较短的债务期限结构对企业现金持有量有正向的影响，因为大量的现金持有可以降低企业陷入被低效率清算的可能。

战略性资产构成了资源基础理论的核心，它们是一系列难以被交易和复制、稀缺且专用的资源和能力，对企业长期竞争至关重要。学术界对战略性资产的构成有着不同的看法并且有着不同的解释。Grant 认为战略性资产可以被分为财务资产、人力资本、技术资产、声誉资产、关系资产、组织资产和能力[12]。Amit 和 Schoemaker 认为战略性资产包括声誉、买卖双方的关系、技术能力、品牌管理、分销渠道控制和研发能力等[13]。Teece 等提出战略性资产其实是由声誉、买方关系、卖方关系、隐性知识、研发能力、品牌和专利技术构成[14]。Wethyavivorn 等则提出由营销能力、声誉、顾客关系、采购能力等构成战略性资产[15]。曹平和梁琼芬认为企业投资金融资产主要是出于储备动机和以金融资产替代主业投资的投机动机，其中储备动机就是企业将内部流动资产投资于金融资产作为投资储备，当企业出现主业投资需求或融资需要的时候可将此类金融资产转化为资金投入使用，获取战略性金融投资可助企业增强资产流动性来防止企业资金链断裂和避免陷入融资困境，所以资金储备作用的金融资产需要满足流动性强、转化灵活度高等特点[16]。综上战略性投资指的是企业在需要进行投、融资时可以用来转化为资金的金融资产。

《现代经济学辞典》对投机定义为“在商业或金融交易中，愿意承担特殊风险而预期获得高利益的行为”。在经济学中，投机行为本身不具有褒(贬)含义，它是一种中性行为，此行为具有一定的规避风险意识。通常来说，投机行为是指企业管理者期望市场价格不要超出预期水平，并结合经济理论知识，对市场中不断变化的因素做出准确、合理的分析及预测，从而获得更高回报[17]。陈东认为能够抓住机会，获取较多的超额利润的行为，即为投机[18]。投机还可被定义为购买(或出售)商品，以期日后再出售(再购买)，这是一种基于价格的变化而在不同市场进行倒卖的行为[19]。Angel 等将“投机”一词定义为承担希望获得收益的商业风险，即期望在市场波动中从事买卖活动进而获利[20]。曹平和梁琼芬认为出于投机目的持有的金融资产则是以金融资产的投资收益替代进行主业实体投资带来的收益，且投机性金融投资获取的金融收益可提高企业报表资产收益率以吸引投资者，而在主业投资中创新投资因风险高且具有正外部性，其创新投资资金更容易被替代为配置投机性金融资产[16]。

在现有文献中，关于再融资风险与企业投资行为已经有了一定的研究，尤其是对战略性投资与投机

性投资的影响因素方面。但是关于再融资风险与企业投资行为的关系的研究却暂时没有人提及。然而，再融资风险与企业战略性、投机性投资都是企业在日常经营中不可避免的问题和环节，因此，本文探讨了再融资风险和企业战略性、投资性投机的关系和影响机制。

3. 研究假设

企业出于资金储备动机持有的金融资产就是将内部流动资产投资于金融资产作为投资储备，当企业出现主业投资需求或融资需要的时候可将此类金融资产转化为资金投入使用，获取战略性金融投资可助企业增强资产流动性来防止企业资金链断裂和避免陷入融资困境，企业配置金融资产可能出于“预防性”目的，为了防止现金流短缺引起资金链异动对企业经营产生不利影响。基于代理成本理论，我国大部分企业剩余索取权与最终控制权的分离程度大，代理成本最高，代理人更有可能出于获取私人利益动机，储备超额现金，利用其自由裁量权谋取自身财富增加。再融资风险可能影响企业获取长期、大规模资金的能力。如果企业面临再融资困难，这些风险的存在会增加企业的财务负担，影响企业的财务稳定性。企业面临较高的再融资风险时，可能会更加谨慎从而进行战略性投资，以避免过度负债和财务危机。基于以上分析，本文提出假设 1：

H1：再融资风险与企业战略性投资之间呈正相关关系。

基于优序融资理论，当公司的实际经营者和管理层面临融资需求时，他们会根据融资成本的高低来决定融资方式的选择。再融资策略的选择与企业的投资效率紧密相关。该理论强调了管理层在众多融资决策中的偏好顺序，即首先利用内部资金，然后是债务融资，接着是优先股和可转换债券，最后才是股权融资。在周期性行业中，再融资策略应选择抵御周期波动能力较大的工具，如股权融资，因其具有较强的反脆弱性。如果企业面临较高的再融资风险，可能无法有效利用股权融资等工具，导致投资效率降低，进而减少投机性投资，因为这类投资往往需要较高的资金流动性和市场信心。再融资风险也可能影响企业抓住投机市场机会的能力。当市场环境恶化或融资成本上升时，企业可能会减少或避免进行投机性投资，以免增加财务风险。由此，本文提出假设 2：

H2：再融资风险与企业投机性投资之间呈负相关关系。

根据信息不对称理论，如果企业存在较高程度的潜在信息不对称问题，那么它在对外融资时更倾向于发行短期债务，短期债务往往被看作是信息不对称的一个替代变量(Flannery, 1986)。因此，那些短期债务较多的企业，由于外部融资较为困难而持有较多的现金。企业持有的现金越多，企业出于“预防性”目的配置金融资产可能越大，战略性投资越多。由于外部融资较为困难，为了减少财务压力，尽量避免投机性投资，投机性投资越少。基于以上分析，提出假设 3：

H3：再融资风险越高，现金持有量越多，进而战略性投资越多，投机性投资越少。

4. 数据来源与研究设计

(一) 样本选择与数据来源

本研究选取 2007 年至 2023 年中国沪深两市的 A 股上市公司为研究对象，为了更好的满足本论文研究的要求和实现本论文研究的目的，根据以下 3 个条件对样本数据剔除和筛选：

1) 考虑到金融类上市公司财务数据和财务指标与所属行业状况都具有较强的差异性和特殊性，对于本研究而言不具有研究意义，剔除金融行业的公司；2) 剔除*ST、ST 及 PT 类上市公司。本研究主要是对处于正常生产经营管理状态下公司现金持有行为的影响因素进行分析，如果企业连续数年亏损对于本研究而言不具有研究意义，予以剔除；3) 由于本研究的模型变量较多，部分公司的数据缺失，因此本研究把数据不全的样本剔除在外。为剔除异常值影响，对连续型变量进行上下 1% 缩尾处理。本研究样本数据主要来源于国泰安 CSMAR 数据库。

(二) 变量定义

1) 解释变量

本文使用流动负债占比(CUL)作为再融资风险的代理变量，定义为流动负债占总负债的比率。

2) 被解释变量

本研究将公司所持有的金融资产分为两大类：战略性投资(lnzfin)和投机性投资(inttfin)。货币资金，作为广义金融资产的一部分，与交易性金融资产都具有战略储备资产的特性，对于缓解企业可能遭遇的财务和融资问题具有显著效果。因此，本研究将交易性金融资产与货币资金的和定义为战略性金融投资这一解释变量。鉴于企业持有长期股权投资主要是出于控制权的考量而非追求投机收益，本文不将长期股权投资纳入考虑范围。尽管不将投资性房地产归类为金融资产，但其增值和投机目的表现出明显的投机性，因此，本文同样不将其纳入投机性投资的范畴。投机性金融投资这一解释变量则由金融资产(其他债权投资)、衍生金融资产、持有至到期投资(债权投资)、发放贷款及垫付款项，以及投资性房地产的总和构成。

3) 控制变量

(1) 公司规模(Size)

本文采用上市公司在当年的总资产的自然对数来作为公司规模(Size)的代理变量，以此作为衡量的标准。

(2) 杠杆率(Lev)

本文采用上市公司在当年的总负债占总资产的比率来作为杠杆率的代理变量。

(3) 营业利润率(OI)

本文采用上市公司在当年的营业利润占营业收入的比率来作为货币资金率的代理变量。

(4) 货币资金率(Cash)

本文采用上市公司在当年的货币资金占总负债的比率来作为货币资金率的代理变量，另外，为了使数据在同一量级上，本文对该变量进行取对数处理。

(5) 资产收益率(ROA)

本文采用上市公司在当年的年末净利润占总资产的比率来作为资产收益率的代理变量。

4) 中介变量

本文采用上市公司在当年的货币资金、交易性金融资产的和与总资产比率来作为资产收益率的代理变量。

(三) 模型设定

1) 基准模型设定

为了检验再融资风险对企业战略性、投机性投资的影响，本文构建以下实证模型：

$$\lnzfin_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 CUL_{it} + \alpha_2 Controls_{it} + \gamma_i + \varphi_t + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

$$\inttfin_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 CUL_{it} + \alpha_2 Controls_{it} + \gamma_i + \varphi_t + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

其中， CUL_{it} 表示本文研究的解释变量公司的再融资风险， \lnzfin_{it} 和 \inttfin_{it} 表示本文的被解释变量公司战略性和投机性投资。 γ_i 表示行业固定效应， φ_t 表示年份固定效应， ε_{it} 表示随机误差项。本文的控制变量包括：公司规模(Size)、杠杆率(Lev)、营业利润率(OI)、货币资金率(Cash)、资产收益率(ROA)。另外，为了使数据在同一量级上，本文对被解释变量进行了取对数处理。

为了验证假设 1，本文设定了模型(1)，对于假设 1，若(1)中再融资风险的系数 α_1 显著为正，那么可证明假设中对于再融资风险和公司战略性投资之间关系的预期；这说明公司再融资风险越大，公司的战略性投资越多。

为了验证假设 2，本文设定了模型(2)，对于假设 2，若(2)中再融资风险的系数 α_1 显著为负，那么可

证明假设中对于再融资风险和公司战略性投资之间关系的预期；这说明公司再融资风险越大，公司的投机性投资越少。

2) 中介效应模型设定

利用温忠麟和叶宝娟(2014)提出关于中介效应的程序，将逐步回归与 Bootstrap 法相结合进行中介效应检验，其检验力较强，利用三步法构建中介模型，在模型(1)、(2)的基础上，建立模型(3)、(4)、(5)，其中模型(1)、(3)、(4)为再融资风险对企业战略性投资的影响的三步法模型，模型(2)、(3)、(5)为再融资风险对企业战略性投资的影响的三步法模型，需要检验模型(3)、(4)、(5)中 β_1 、 λ_1 、 λ_2 系数显著性，以及 β_1 与 λ_2 乘积是否与 λ_1 同号；其中 CashHoldings 为中介变量，其余变量解释同模型(1)、(2)。

$$\text{CashHoldings}_{it} = \beta_0 + \beta_1 \text{CUL}_{it} + \beta_2 \text{Controls}_{it} + \gamma_i + \varphi_t + \varepsilon_{it} \quad (3)$$

$$\lnzfin_{it} = \lambda_0 + \lambda_1 \text{CUL}_{it} + \lambda_2 \text{CashHoldings}_{it} + \lambda_3 \text{Controls}_{it} + \gamma_i + \varphi_t + \varepsilon_{it} \quad (4)$$

$$\lnzfin_{it} = \lambda_0 + \lambda_1 \text{CUL}_{it} + \lambda_2 \text{CashHoldings}_{it} + \lambda_3 \text{Controls}_{it} + \gamma_i + \varphi_t + \varepsilon_{it} \quad (5)$$

5. 实证结果分析

Table 1. The impact of refinancing risk on companies' strategic investments

表 1. 再融资风险对企业战略性投资的影响

变量	(1)	(2)	(3)	(4)
	lnzfin	lnzfin	lnzfin	lnzfin
CUL	0.6639*** (27.62)	0.6639*** (27.62)	0.6593*** (26.34)	0.6629*** (27.40)
Size	0.9928*** (301.75)	0.9928*** (301.75)	1.0266*** (307.18)	0.9924*** (293.20)
Lev	-0.0613*** (-12.72)	-0.0613*** (-12.72)	-0.0723*** (-14.49)	-0.0612*** (-12.69)
OI	0.0003 (1.43)	0.0003 (1.43)	0.0003 (1.25)	0.0003 (1.50)
Cash	0.3220*** (79.62)	0.3220*** (79.62)	0.3357*** (80.61)	0.3218*** (79.47)
ROA	0.0870*** (6.35)	0.0870*** (6.35)	0.0703*** (4.96)	0.0880*** (6.42)
Constant	-2.4240*** (-29.80)	-2.4240*** (-29.80)	-3.1739*** (-38.24)	-2.4148*** (-28.97)
Observations	26,926	26,926	26,926	26,926
R-squared	0.782	0.810	0.796	0.810
Number of t	17			

注：*表示 10% 水平显著；**表示 5% 水平显著；***表示 1% 水平显著。括号内为 T 统计量。

(一) 多元回归分析

表 1 是再融资风险对企业战略性投资的影响[模型(1)]的实证结果，其中列(1)为流动负债占比(CUL)

对战略性投资在进行个体固定效应后回归的结果,回归系数分别为0.6639,在1%的水平下显著,说明企业再融资风险和战略性投资呈显著正向关系,且回归系数分别为0.6639,说明再融资风险中流动负债占比对企业战略性投资的影响对企业战略性投资的影响较大。列(3)、(4)、(5)分别为采用时间固定效应、行业固定效应以及行业和时间固定效应之后流动负债比对企业战略性投资进行回归的结果,在加入固定效应后,结果仍然是显著的。

表2是再融资风险对企业投机性投资的影响[模型(2)]的实证结果,其中列(1)为流动负债占比(CUL)对投机性投资在进行个体固定效应后回归的结果,回归系数为-0.5960,在1%的水平下显著,说明企业再融资风险和投机性投资呈显著负向关系,且回归系数分别为-0.5960,说明再融资风险中流动负债占比对企业战略性投资的影响较大。列(2)、(3)、(4)分别为采用时间固定效应、行业固定效应以及行业和时间固定效应之后流动负债比对企业投机性投资进行回归的结果,在加入固定效应后,结果仍然是显著的。

Table 2. The impact of refinancing risk on corporate speculative investment

表2. 再融资风险对企业投机性投资的影响

变量	(1)	(2)	(3)	(4)
	lnttfin	lnttfin	lnttfin	lnttfin
CUL	-0.5960*** (-6.61)	-0.5960*** (-6.61)	-0.5277*** (-5.98)	-0.5422*** (-6.22)
Size	0.8019*** (65.99)	0.8019*** (65.99)	0.7311*** (63.92)	0.7395*** (61.84)
Lev	-0.0118 (-0.25)	-0.0118 (-0.25)	-0.1178** (-2.58)	-0.1465*** (-3.22)
OI	0.0063** (2.29)	0.0063** (2.29)	0.0062** (2.30)	0.0058** (2.19)
Cash	-0.1009*** (-4.53)	-0.1009*** (-4.53)	-0.1158*** (-5.35)	-0.0998*** (-4.67)
ROA	-0.2258** (-2.31)	-0.2258** (-2.31)	-0.2440*** (-2.58)	-0.2885*** (-3.08)
Constant	0.3479 (1.16)	0.3479 (1.16)	1.9512*** (6.83)	1.7833*** (6.04)
Observations	16,246	16,246	16,246	16,246
R-squared	0.258	0.282	0.318	0.340
Number of t	17			

注: *表示10%水平显著; **表示5%水平显著; ***表示1%水平显著。括号内为T统计量。

(二) 稳健性分析

公司再融资会面临各种风险:第一,资本市场的不完全性可能会导致再融资面临较高的利率;第二,可能会引起公司价值的低估和再融资难以成功的风险,使公司以较低的价格清算或甩卖资产;第三,可

能会引起潜在的非效率投资问题。目前我国许多制造业企业仍存在“融资难、融资贵”等困境，违约风险和再融资风险大幅上升，甚至可能出现资金链断裂问题。这些风险会对企业产生严重的影响，影响企业的后续发展。因此，可以用借款进一步对再融资风险进行衡量，选用短期借款占总借款的比率(STL)替换原解释变量再融资风险(CUL)进行估计。结果如表3和表4所示。

表3为替换解释变量后对再融资风险和企业战略性投资进行回归的结果，列(1)为替换解释变量后，短期借款占比(STL)对战略性投资在进行个体固定效应后回归的结果，列(2)、(3)、(4)为替换解释变量后分别采用时间固定效应、行业固定效应以及行业和时间固定效应之后流动负债比对企业战略性投资进行回归的结果，在加入固定效应后，结果表明企业再融资风险和战略性投资呈显著正向关系。

Table 3. The impact of refinancing risk on firms' strategic investments after replacing the explanatory variables

表3. 替换解释变量后再融资风险对企业战略性投资的影响

变量	(1)	(2)	(3)	(4)
	lnzfin	lnzfin	lnzfin	lnzfin
STL	0.2392*** (18.42)	0.2392*** (18.42)	0.2357*** (17.15)	0.2458*** (18.47)
Size	0.9878*** (292.75)	0.9878*** (292.75)	1.0185*** (301.51)	0.9853*** (287.33)
Lev	-0.0651*** (-13.41)	-0.0651*** (-13.41)	-0.0766*** (-15.27)	-0.0657*** (-13.53)
OI	0.0003 (1.15)	0.0003 (1.15)	0.0002 (0.98)	0.0003 (1.21)
Cash	0.3276*** (80.55)	0.3276*** (80.55)	0.3419*** (81.67)	0.3280*** (80.58)
ROA	0.0923*** (6.69)	0.0923*** (6.69)	0.0755*** (5.29)	0.0928*** (6.72)
STL	0.2392*** (18.42)	0.2392*** (18.42)	0.2357*** (17.15)	0.2458*** (18.47)
Constant	-1.9383*** (-24.56)	-1.9383*** (-24.56)	-2.6208*** (-33.18)	-1.8878*** (-23.63)
Observations	26,926	26,926	26,926	26,926
R-squared	0.779	0.807	0.793	0.807
Number of t	17			

注：*表示10%水平显著；**表示5%水平显著；***表示1%水平显著。括号内为T统计量。

表4为替换解释变量后对再融资风险和企业投机性投资进行回归的结果，列(1)为替换解释变量后，短期借款占比(STL)对投机性投资在进行个体固定效应后回归的结果，列(2)、(3)、(4)为替换解释变量后分别采用时间固定效应、行业固定效应以及行业和时间固定效应之后流动负债比对企业战略性投资进行回归的结果，在加入固定效应后，结果表明企业再融资风险和投机性投资呈显著负向关系。

Table 4. The impact of refinancing risk on firms' speculative investment after replacing the explanatory variables
表 4. 替换解释变量后再融资风险对企业投机性投资的影响

变量	(1)	(2)	(3)	(4)
	lnttfin	lnttfin	lnttfin	lnttfin
STL	-0.4653*** (-9.60)	-0.4653*** (-9.60)	-0.0995** (-2.03)	-0.1706*** (-3.52)
Size	0.7850*** (63.56)	0.7850*** (63.56)	0.7431*** (64.52)	0.7474*** (62.14)
Lev	-0.0345 (-0.73)	-0.0345 (-0.73)	-0.1213*** (-2.65)	-0.1529*** (-3.35)
OI	0.0062** (2.25)	0.0062** (2.25)	0.0058** (2.17)	0.0055** (2.07)
Cash	-0.1083*** (-4.89)	-0.1083*** (-4.89)	-0.1257*** (-5.82)	-0.1095*** (-5.13)
ROA	-0.2474** (-2.54)	-0.2474** (-2.54)	-0.2518*** (-2.66)	-0.2995*** (-3.20)
STL	-0.4653*** (-9.60)	-0.4653*** (-9.60)	-0.0995** (-2.03)	-0.1706*** (-3.52)
Constant	0.5692** (1.96)	0.5692** (1.96)	1.3328*** (4.91)	1.2917*** (4.59)
Observations	16,246	16,246	16,246	16,246
R-squared	0.260	0.284	0.317	0.339
Number of t	17			

注: *表示 10% 水平显著; **表示 5% 水平显著; ***表示 1% 水平显著。括号内为 T 统计量。

(三) 异质性分析

将样本中的上市公司按照产权性质分为国有企业和非国有企业, 再进行分别回归, 其中, 表 5 为按照产权性质将上市公司进行分类后再融资风险对企业战略性投资回归的结果。无论是国有企业还是非国有企业再融资风险与企业战略性投资都呈显著的正向关系, 但是根据回归系数的不同可知, 再融资风险与企业战略性投资的正向关系在国有企业中更明显。企业出于资金储备动机持有的金融资产就是将内部流动资产投资于金融资产作为投资储备, 当企业出现主业投资需求或融资需要的时候可将此类金融资产转化为资金投入使用, 获取战略性金融投资可助企业增强资产流动性来防止企业资金链断裂和避免陷入融资困境, 企业配置金融资产可能出于“预防性”目的, 为了防止现金流短缺引起的资金链异动对企业经营产生不利影响。国有企业作为我国经济发展的“顶梁柱”, 其剩余索取权与最终控制权的分离程度最大, 代理成本最高, 代理人更有可能出于获取私人利益动机, 储备超额现金, 利用其自由裁量权谋取自身财富增加。国有企业肩负一定的政府职能和社会责任, 如保就业、稳供给等, 这也会弱化对高风险投机活动的偏好。国有企业是实体经济发展的“压舱石”, 面对经济下行压力, 国有企业更倾向于聚焦于实体经济, 以激励其他所有制企业向实体经济转移, 从而使实体经济重新成为投资热点, 因此, 国有企业相较于非国有企业更偏向于进行战略性投资。

Table 5. The impact of refinancing risk on corporate strategic investment, categorized by ownership structure
表 5. 按照产权性质进行分类后再融资风险对企业战略性投资的影响

变量	国有企业		非国有企业
	(1)	(2)	
CUL	0.8253*** (17.74)	0.4643*** (11.97)	
Size	0.9904*** (152.54)	1.0081*** (141.05)	
Lev	-0.0460 (-0.37)	-0.0656*** (-2.96)	
OI	0.0025 (0.62)	0.0003 (1.11)	
Cash	0.4992*** (4.95)	0.2837*** (15.20)	
ROA	0.7772** (2.13)	0.0500 (0.72)	
Constant	-2.6652*** (-15.41)	-2.5221*** (-14.95)	
Observations	10,428	15,989	
R-squared	0.856	0.766	

注: *表示 10% 水平显著; **表示 5% 水平显著; ***表示 1% 水平显著。括号内为 T 统计量。

表 6 为按照产权性质将上市公司进行分类后再融资风险对企业投机性投资回归的结果。结果表明, 国有企业的再融资风险和企业投机性投资之间的关系并不显著, 而非国有企业的再融资风险和企业投机性投资之间的关系则是显著的。非国有企业由于其天然的逐利性和灵活性, 往往更加注重短期的投资回报和风险控制。这种特性使得非国有企业在面对市场机会时, 更倾向于进行快速的投机性投资以获取快速的收益。非国有企业通常面临更硬的预算约束, 这意味着它们在投资决策时必须更加谨慎, 同时也更倾向于选择那些能够快速回收资本和产生现金流的投资项目。这种预算硬约束导致非国有企业在投资时更偏好那些具有高风险但潜在回报也高的项目。

Table 6. The impact of refinancing risk on firms' speculative investments, categorized by ownership structure
表 6. 按照产权性质进行分类后再融资风险对企业投机性投资的影响

变量	国有企业		非国有企业
	(1)	(2)	
CUL	-0.2040 (-1.61)	-0.9260*** (-6.94)	
Size	0.7979*** (43.25)	0.7173*** (35.55)	

续表

Lev	-1.7107*** (-9.91)	-0.0082 (-0.20)
OI	-0.0070 (-1.31)	0.0072*** (4.57)
Cash	-0.1397** (-2.47)	-0.1372*** (-5.10)
ROA	-2.0904*** (-5.22)	-0.1903 (-1.25)
Constant	1.2393*** (2.85)	2.4084*** (5.07)
Observations	7451	8458
R-squared	0.372	0.276

注: *表示 10% 水平显著; **表示 5% 水平显著; ***表示 1% 水平显著。括号内为 T 统计量。

Table 7. Propensity Score Matching (PSM) test results
表 7. 倾向得分匹配(PSM)检验结果

变量	(1)	(2)
	lnzfin	lntrfin
CUL	0.5327*** (16.01)	-0.6268*** (-4.93)
Size	1.0272*** (216.74)	0.7390*** (42.15)
Lev	-0.1099*** (-10.10)	0.1018 (1.07)
OI	-0.0014 (-1.53)	0.0084*** (2.91)
Cash	0.3882*** (59.45)	-0.1588*** (-4.85)
ROA	0.5688*** (11.84)	-0.4410* (-1.69)
Constant	-3.0851*** (-27.89)	1.7884*** (4.40)
Observations	13,289	7933
R-squared	0.786	0.211

注: *表示 10% 水平显著; **表示 5% 水平显著; ***表示 1% 水平显著。括号内为 T 统计量。

(四) 内生性分析

以流动负债占比的中位数为基准, 将全样本分为处理组和控制组: 当流动负债占比(CUL)大于相应的中位数时为处理组, 否则为控制组。随后根据用控制变量所估计的倾向得分, 运用邻近匹配法按照 1:1 的配对原则进行样本匹配。最终匹配后所有协变量的标准化偏差小于 10%, 表明协变量通过了平衡性检验, 匹配效果良好。倾向得分匹配法回归结果显示(表 7), 再融资风险与企业战略性投资的回归系数为正, 再融资风险与企业投机性投资的回归系数为负, 在 1% 水平下显著, 进一步验证了本文研究结论。

6. 进一步分析

根据温忠麟提出的中介检验方法, 表 8 为中介变量企业的现金持有量在再融资风险对企业战略性投资的影响中的中介效应检验结果, 其中, 第(1)列的回归结果与基准回归完全一致, 在第(2)列中, 再融资风险(CUL)的回归系数为 0.0895, 在 1% 的水平上显著为正, 表明企业面临的再融资风险会增加企业的现金持有量。在第(3)列中再融资风险(CUL)的回归系数为 0.1723, 企业的现金持有量(CashHoldings)的系数为 5.4842, 均在 1% 的水平上显著为正, 说明存在较为显著的中介效应。另外企业现金持有量的 Sobel 统计量的绝对值大于 5% 的临界值, 更进一步采用更高效力的 Bootstrap 法直接对中介效应进项检验, 设定重复取样次数为 1000 次, 其结果显示置信区间为(0.4493, 0.5330), 不包含 0, 通过两个检验可知, 通过了中介检验, 即企业在面临再融资风险时通过增加企业的现金持有量的路径增加企业的战略性投资。

Table 8. Analysis of the mechanism by which refinancing risk affects companies' strategic investments
表 8. 再融资风险对企业战略性投资的影响作用机制分析

变量	(1)	(2)	(3)
	lnzfin	CashHoldings	lnzfin
CUL	0.6629*** (27.40)	0.0895*** (22.29)	0.1723*** (10.54)
CashHoldings			5.4842*** (132.41)
_cons	-2.4240*** (-7.43)	0.1803*** (10.08)	-3.4036*** (-53.32)
Control	Yes	Yes	Yes
Industry/Year	Yes	Yes	Yes
Sobel 检验(Z 统计量)	23.19		
Bootstrap 检验(置信区间)	(0.4493, 0.5330)		
N	26,926	26,926	26,926
adj. R ²	0.782	0.4671	0.9365

注: *表示 10% 水平显著; **表示 5% 水平显著; ***表示 1% 水平显著。括号内为 T 统计量。

表 9 为中介变量企业的现金持有量在再融资风险对企业投机性投资的影响中的中介效应检验结果, 其中, 第(1)列的回归结果与基准回归完全一致, 在第(2)列中, 再融资风险(CUL)的回归系数为 0.0895, 在 1% 的水平上显著为正, 表明企业面临的再融资风险会增加企业的现金持有量。在第(3)列中再融资风险(CUL)的回归系数为-0.4879, 企业的现金持有量(CashHoldings)的系数为-0.5712, 均在 1% 的水平上显著为正, 说明存在较为显著的中介效应。另外企业现金持有量的 Sobel 统计量的绝对值大于 5% 的临界值,

更进一步采用更高效力的 Bootstrap 法直接对中介效应进项检验，设定重复取样次数为 1000 次，其结果显示置信区间为 $(-0.0825, -0.0244)$ ，不包含 0，通过两个检验可知，通过了中介检验，即企业在面临再融资风险时通过增加企业的现金持有量的路径降低企业的投机性投资。

Table 9. Analysis of the mechanism by which refinancing risk affects corporate speculative investment

表 9. 再融资风险对企业投机性投资的影响作用机制分析

变量	(1)	(2)	(3)
	lnttfin	CashHoldings	lnttfin
CUL	-0.5422*** (-6.22)	0.0895*** (22.29)	-0.4879*** (-5.32)
CashHoldings			-0.5712*** -3.61
_cons	0.3479*** (0.55)	0.1803*** (10.08)	1.8259*** (6.11)
Control	Yes	Yes	Yes
Industry/Year	Yes	Yes	Yes
Sobel 检验(Z 统计量)	-5.355		
Bootstrap 检验(置信区间)	(-0.0825, -0.0244)		
N	16,246	26,926	16,246
adj. R ²	0.258	0.4671	0.3391

注：*表示 10% 水平显著；**表示 5% 水平显著；***表示 1% 水平显著。括号内为 T 统计量。

7. 结论与建议

本研究立足于中国特定的制度背景与金融市场环境，以再融资风险为切入点，深入探讨了其对企业异质性投资行为——战略性投资与投机性投资——的影响。通过对沪深 A 股上市公司多年数据的实证检验，我们得出了一系列具有理论价值与现实意义的结论。这些结论不仅揭示了企业应对融资约束的微观机理，也为理解中国情境下企业财务决策的复杂性提供了新的视角。

再融资风险的根源在于债务期限结构的错配。企业不能被动地接受融资环境，而应主动管理其负债端。首要任务是实施“债务期限结构的匹配战略”，即尽可能使长期资产的资金来源于长期负债，短期营运资金的缺口由短期融资弥补，避免将短期贷款用于长期投资项目。企业应积极拓展中长期融资渠道，如发行公司债券、获取中长期项目贷款，以“以长换短”的方式，拉长债务期，平滑偿债现金流，从根本上降低因债务集中到期而引发的再融资风险峰值。对于结论中尤为突出的中小企业，这一点更是生死攸关。中小企业需摒弃对便捷但期限短的商业信用或短期贷款的过度依赖，积极寻求与地方性中小银行建立长期合作关系，争取获得期限更稳定的信贷支持。

参考文献

- [1] Diamond, D.W. (1991) Debt Maturity Structure and Liquidity Risk. *The Quarterly Journal of Economics*, **106**, 709-737. <https://doi.org/10.2307/2937924>
- [2] Titman, S. (1992) Interest Rate Swaps and Corporate Financing Choices. *The Journal of Finance*, **47**, 1503-1516. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1992.tb04667.x>

- [3] Froot, K.A., Scharfstein, D.S. and Stein, J.C. (1993) Risk Management: Coordinating Corporate Investment and Financing Policies. *The Journal of Finance*, **48**, 1629-1658. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1993.tb05123.x>
- [4] Diamond, D.W. (1993) Seniority and Maturity of Debt Contracts. *Journal of Financial Economics*, **33**, 341-368. [https://doi.org/10.1016/0304-405x\(93\)90011-y](https://doi.org/10.1016/0304-405x(93)90011-y)
- [5] Brunnermeier, M.K. and Yogo, M. (2009) A Note on Liquidity Risk Management. *American Economic Review*, **99**, 578-583. <https://doi.org/10.1257/aer.99.2.578>
- [6] Barclay, M.J. and Smith, C.W. (1995) The Maturity Structure of Corporate Debt. *The Journal of Finance*, **50**, 609-631. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1995.tb04797.x>
- [7] Acharya, V.V., Gale, D. and Yorulmazer, T. (2011) Rollover Risk and Market Freezes. *The Journal of Finance*, **66**, 1177-1209. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2011.01669.x>
- [8] Wang, C.W., Chiu, W.C. and King, T.H.D. (2020) Debt Maturity and the Cost of Bank Loans. *Journal of Banking & Finance*, **112**, Article 105235. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2017.10.008>
- [9] Chen, H., Xu, Y. and Yang, J. (2021) Systematic Risk, Debt Maturity, and the Term Structure of Credit Spreads. *Journal of Financial Economics*, **139**, 770-799. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2020.09.002>
- [10] 陈选娟, 杨刚, 贾志敏. 经济政策不确定性、展期风险与债券利差[J]. 国际金融研究, 2022(9): 77-86.
- [11] Harford, J., Klasa, S. and Maxwell, W.F. (2014) Refinancing Risk and Cash Holdings. *The Journal of Finance*, **69**, 975-1012. <https://doi.org/10.1111/jofi.12133>
- [12] Grant, R.M. (1991) The Resource-Based Theory of Competitive Advantage: Implications for Strategy Formulation. *California Management Review*, **33**, 114-135. <https://doi.org/10.2307/41166664>
- [13] Amit, R. and Schoemaker, P.J.H. (1993) Strategic Assets and Organizational Rent. *Strategic Management Journal*, **14**, 33-46. <https://doi.org/10.1002/smj.4250140105>
- [14] Teece, D.J., Pisano, G. and Shuen, A. (2005) Dynamic Capabilities and Strategic Management. *Knowledge Management: Critical Perspectives on Business and Management*, **2**, Article 234.
- [15] Wethyavivorn, P., Charoenngam, C. and Teerajetgul, W. (2009) Strategic Assets Driving Organizational Capabilities of Thai Construction Firms. *Journal of Construction Engineering and Management*, **135**, 1222-1231. [https://doi.org/10.1061/\(asce\)co.1943-7862.0000091](https://doi.org/10.1061/(asce)co.1943-7862.0000091)
- [16] 曹平, 梁琼芬. 政府补助对企业技术创新的影响机制——基于战略性金融投资和投机性金融投资的中介效应分析[J]. 工业技术经济, 2022, 41(4): 19-27.
- [17] 杨育民. “投机”的经济学诠释[J]. 全国商情.经济理论研究, 2006(8): 77-79.
- [18] 陈东, 韦健涵. 私营企业国际化战略、出资人异质性与企业绩效[J]. 山西财经大学学报, 2016, 38(4): 74-86.
- [19] Kaldor, N. (1939) Speculation and Economic Stability. *The Review of Economic Studies*, **7**, 1-27. <https://doi.org/10.2307/2967593>
- [20] Angel, J.J. and McCabe, D.M. (2009) The Ethics of Speculation. *Journal of Business Ethics*, **90**, 277-286. <https://doi.org/10.1007/s10551-010-0421-5>