

# 财务战略影响公司商业信用融资能力吗？

朱 杰

(中南财经政法大学 会计学院,湖北 武汉 430073)

**[摘 要]**以2007—2016年中国A股上市公司为样本,实证检验了公司财务战略定位上的异质性特征对公司商业信用融资能力的影响。研究发现,偏离行业平均水平的异质性财务战略显著降低了公司商业信用融资能力;收益波动程度增加和通过操纵性应计项目实施的盈余管理程度增强所引发的盈余质量降低,是偏离行业平均水平的异质性财务战略影响公司商业信用融资能力的中介路径,发挥了部分中介效应;考虑产权性质的调节作用后发现,相比非国有企业,国有企业加剧了财务战略定位上的异质性特征对公司商业信用融资能力的负面影响。

**[关键词]**财务战略;定位;异质性特征;盈余质量;商业信用融资能力;产权性质;供应商;客户

**[中图分类号]**F276.6 **[文献标志码]**A **[文章编号]**1004-4833(2018)06-0071-12

## 一、引言

随着供应链交易机制的完善和市场信誉体系的建立,商业信用融资逐渐成为企业缓解融资约束的重要手段,甚至成为许多中小企业最重要的短期外部融资来源<sup>[1]</sup>。现有研究基于信息不对称理论和信号传递理论,从供应商关系、内部控制治理环境、信息披露质量、外部市场环境等多个视角揭示了公司商业信用融资能力的影响因素<sup>[2-4]</sup>。但上述研究基本都默认公司战略选择是同质的,鲜有学者关注财务战略定位差异对公司商业信用融资能力的影响。事实上,不同公司因为面临的资源约束条件、经历的成长阶段以及采取的经营策略存在差异,导致不同公司在财务战略定位上相比行业内其他公司也会表现出异质性特征。这种公司财务战略层面的异质性特征是否具有信息含量,能否会被供应链中上游供应商、下游客户所识别,进而转变为影响公司商业信用融资能力的重要因素,现有研究并没有给出明确解答。

借鉴 Miles 等经济学家提出的企业战略类型分类标准<sup>[5]</sup>,按照资金筹措与使用特征,公司财务战略可以划分为激进型财务战略和稳健型财务战略。采取激进型财务战略的公司表现出高筹资、高投资、高周转和低股利分配的倾向,而采取稳健性财务战略的公司则表现出低筹资、低投资、低周转和高股利分配的倾向。显然,当公司财务战略偏离行业平均水平表现出明显的异质性特征时,公司面临的环境不确定性、经营风险以及与外部利益相关者之间的信息不对称程度都会增加。

盈余管理相关文献表明,公司战略是影响盈余质量的重要因素。总体战略越激进的公司,实施非正常盈余管理的程度越高<sup>[6-7]</sup>。由此可见,偏离行业平均水平的激进型财务战略同样可能会对公司盈余质量产生损害。在商业信用融资领域,已有研究表明,稳健、可靠、高质量的会计信息是供应链中商业信用提供方判断商业信用需求方财务风险、偿债能力的最直接信息来源<sup>[8]</sup>,商业信用提供方会根据商业信用需求方的风险水平与收益能力做出商业信用供给决策<sup>[9]</sup>。如此,公司财务战略定位上

**[收稿日期]**2018-06-30

**[基金项目]**国家自然科学基金项目(71602191)

**[作者简介]**朱杰(1987—),男,湖北秭归人,中南财经政法大学会计学院博士研究生,中国注册会计师执业资格,从事财务会计与公司金融研究,E-mail:597419230@qq.com。

的异质性特征与公司商业信用融资能力之间就存在着一条潜在的影响路径,即偏离行业平均水平的异质性财务战略通过影响公司会计信息质量和盈余质量进而影响供应链中商业信用提供方的商业信用供给意愿,最终影响公司商业信用融资能力。

基于上述推断,本文以2007—2016年中国A股非金融保险类上市公司为研究对象,深入探讨财务战略定位上的异质性特征对公司商业信用融资能力的影响。同时,考虑到国有企业与非国有企业在财务资源利用效率、公司治理水平、盈余质量等方面存在的差异同样会对公司商业信用融资能力产生影响,但鲜有学者关注产权性质在战略定位影响公司商业信用融资能力中的调节作用。因此,本文进一步探讨在不同产权性质的公司中,财务战略定位上的异质性特征与公司商业信用融资能力之间的相关关系有何差异。

实证结果表明,偏离行业平均水平的异质性财务战略显著降低了公司商业信用融资能力;收益波动程度增加和操纵性应计盈余管理程度增强所引发的盈余质量降低,是财务战略定位上的异质性特征影响公司商业信用融资能力的中介路径,发挥了部分中介效应。考虑产权性质的调节作用后,本文发现,相比非国有企业,国有企业加剧了财务战略定位上的异质性特征对公司商业信用融资能力的负面影响。

本文的研究贡献在于:第一,作为可能影响公司盈余质量和融资能力的重要因素,公司由于财务战略定位差异所形成的战略异质性特征并未引起学术界广泛关注,相关实证研究偏少。本文尝试使用定量方法对财务战略异质性这一公司特征进行计量,并将该特征与公司商业信用融资能力结合起来,拓展了财务战略经济后果实证研究的领域。第二,尽管学术界普遍认为影响公司会计信息稳健性、可靠性和透明度的因素,正是影响公司商业信用融资能力的重要因素,但鲜有学者对其作用机理进行深入阐述。本文使用中介效应模型,从“财务战略定位上的异质性特征—盈余质量—商业信用融资能力”这一路径探讨了公司财务战略定位上的异质性特征影响供应链中商业信用供给的内在机理,丰富了公司商业信用融资能力影响因素研究的相关文献,研究结论对于引导公司合理确定财务战略定位具有实践意义。

## 二、文献回顾与研究假设

### (一) 文献回顾

#### 1. 公司商业信用融资影响因素

所谓商业信用,是指企业在供应链交易中基于延期付款、预收货款等方式形成的信贷关系,其本质是商业信用提供方为商业信用需求方提供的短期信贷额度<sup>[10]</sup>。商业信用融资以供应链上下游客户的信誉为基础,通过无抵押的债务契约信贷关系获取延期付款、预收货款等方式带来的自由现金流量。然而,已有研究发现,商业信用融资并非零成本和无门槛的,供应链上下游客户之间的信息不对称程度、供应商关系、公司盈余质量、市场环境等均为影响公司商业信用融资能力的重要因素。公司若希望在供应链交易中获取信用融资额度,就必须向上游供应商、下游客户传递其经营稳健、信誉良好、会计信息可靠的信号,以增强商业信用提供方的信心,降低交易双方的信息不对称程度。

在所有权与经营权相分离的公司治理背景下,高质量的会计信息披露显然成为影响供应链交易中各利益相关者彼此之间信任程度的重要因素<sup>[4]</sup>。商业信用提供方会充分利用商业信用需求方提供的财务报告信息,对其经营风险和财务风险做出合理判断,进而决定授予何种商业信用政策。因此,学术界普遍认为稳健、可靠的会计信息降低了供应链交易双方的信息不对称程度,降低了债务监督成本,是供应链交易中商业信用得以达成的根本路径<sup>[8]</sup>。围绕信息不对称和信号传递理论,现有研究发现,健全的内部控制环境、公允可靠的审计意见、声誉良好的外部审计机构等在很大程度上增强了大股东制衡与管理层约束机制,削弱了控股股东与管理层的“掏空”行为,降低了公司因为利己

行为对盈余进行操纵的可能性,从而提高了供应链中商业信用提供方的信心和公司可获取的商业信用融资额度<sup>[11-12]</sup>;而税收规避等财务舞弊行为降低了商业信用需求方会计信息的透明度和可靠性,使其内部代理问题变得严重,增强了商业信用提供方的风险感知程度,进而降低了其商业信用发放意愿<sup>[13]</sup>。

除此之外,部分学者还研究了货币政策、供应商关系、公司市场竞争能力等外部因素对公司商业信用融资能力的影响,从会计信息披露质量以外的因素探讨了影响公司商业信用融资能力的机制与路径<sup>[2,10,14-15]</sup>。

## 2. 战略异质性与公司盈余质量

近年来,公司由于战略定位差异所形成的战略异质性特征备受学者关注。现有研究发现,在影响公司会计信息可靠性与透明度的诸多因素中,战略异质性特征是不可忽视的重要方面。战略定位存在差异的公司,其盈余质量也会显著不同。具体来说,战略越激进的公司越容易因为流动性匮乏而陷入财务困境,从而引发盈余操纵行为<sup>[16]</sup>;公司战略偏离行业平均水平的异质性程度越高,为避免收益非预期波动所带来的消极市场反应,公司越有可能对会计稳健性实施操纵,通过降低会计稳健性平滑收益<sup>[6]</sup>;战略越激进、异质性程度越高的公司,财务报告会表现出更高的舞弊和违规倾向,其盈余管理程度也会越高<sup>[17-18]</sup>;公司战略与行业平均战略差异较大的公司,会表现出明显的应计盈余管理迹象<sup>[7]</sup>。上述研究均表明公司战略定位上的异质性特征会对公司盈余质量产生不利影响。

综合现有文献可以看出,现有关于公司商业信用融资能力影响因素的研究主要基于信息不对称理论与信号传递理论,充分肯定了信息披露环境、信息披露质量以及盈余质量对公司商业信用融资能力的影响。同时,已有研究也表明公司由于总体和经营战略定位差异所形成的战略异质性特征会对其盈余质量造成影响。但是,公司财务战略定位上的异质性特征是否会通过影响公司盈余质量这一路径进而影响其商业信用融资能力,现有研究并没有给出充分论证。基于此,本文认为探讨财务战略异质性特征对公司商业信用融资能力的影响,具有理论与现实意义上的可行性。

### (二) 理论分析与研究假设

#### 1. 财务战略定位上的异质性特征与公司商业信用融资能力

目前,国内外学者普遍认为财务战略是以财务资源有效配置为核心的价值增值活动,是企业以最经济的方式获取资金并筹划合理使用所形成的财务决策过程,也是服务于企业总体战略的重要职能层战略<sup>[19]</sup>。根据“四因素”理论,广义的财务战略应当包括筹资战略、投资战略、资金营运战略和收益分配战略四个组成部分<sup>[20]</sup>,其功能在于运用战略规划思想指导企业财务管理行为。

然而,不同企业因为面临的资源环境约束、市场竞争能力和行业发展阶段不同,在规划财务资源、选择财务战略定位时会存在明显差异,使得不同企业在财务战略定位上表现出行业异质性特征。因此,可以认为,所谓财务战略定位上的异质性特征,即企业选择的财务战略与行业常规财务战略之间存在显著差异,导致企业对财务资源的配置强度和使用效率明显不同。借鉴 Miles 等经济学家提出的企业战略类型分类标准<sup>[5]</sup>,按照资金筹措与使用特征,企业财务战略总体上可以划分为激进型财务战略和稳健型财务战略。由此可见,财务战略激进与否是判断财务战略定位差异的重要标志。稳健的财务战略意味着企业谨慎地筹集和使用外部资金,并实施连续、稳定的股利政策。采取该类财务战略的公司在经营活动中追求效率而非创新,其未来风险和收益具有较大可确定性;激进的财务战略则意味着公司筹资、投资、股利分配等资金活动显著偏离行业平均水平。采取该类财务战略的公司在经营活动中关注创新与变革,善于利用外部融资和财务杠杆探索市场发展机遇,是活跃的市场参与者。然而,机遇与风险并存,激进的财务行为所导致的经营杠杆风险和财务杠杆风险使企业经营环境面临较大不确定性。这种不确定性一旦表现在盈余质量上,不仅会提高商业信用提供方的风险感知水平,也会提高商业信用提供方与商业信用需求方之间的信息不对称程度<sup>[21]</sup>,进而加剧商业信用提

供方对商业信用需求方的财务信息获取与解读成本以及信用监管难度。供应链中商业信用提供方对商业信用需求方未来经营收益、财务风险和偿债能力的判断,是任何公司授予商业信用的根本前提<sup>[8]</sup>。当商业信用提供方难以根据行业经验对商业信用需求方的经营风险和偿债能力做出合理判断时,商业信用提供方就会降低对商业信用需求方的信任程度。信任程度的降低、信息不对称程度的增加都会引起供应链中商业信用提供方对商业信用需求方财务风险、偿债能力以及企业品质、信誉的担忧,进而做出不予提供或减少提供商业信用的决策。基于上述分析,本文提出假设1。

假设1:财务战略偏离行业平均水平的异质性程度越高,公司获得的商业信用融资额度越少。

### 2. 财务战略定位上的异质性特征、盈余质量与公司商业信用融资能力

根据前述研究,战略定位上的异质性特征是影响公司盈余质量的重要因素。作为公司战略的重要组成部分,财务战略定位上的异质性特征与公司盈余质量可能表现出更高的相关性。具体而言,第一,财务战略激进的公司,收益波动程度越高。一方面,在基于委托代理理论的现代公司治理框架下,当管理层与股东利益不一致引发代理成本时,激进的财务战略可能并不意味着公司投资机会的增加。谋求自身利益最大化的管理者为了谋取在职消费、短期绩效薪酬等好处,会选择与企业发展阶段、经营风险、投资机会并不相适宜的财务战略,并将超出行业平均水平的财务资源用于并不能创造企业价值的非效率投资行为,引发过度投资导致业绩不良风险较高<sup>[22]</sup>。另一方面,即使当管理层与股东不存在明显代理问题时,财务战略激进的公司由于追求创新而非经营效率,其经营业绩会饱受市场机遇与创新成败的影响,难以做到长期稳定增长,自然就会表现出波动程度较高的收益质量特征。第二,财务战略激进的公司,盈余管理程度越高。一方面,盈余的信息观认为,企业会计盈余具有充分的信息含量,是股东、债权人等外部利益相关者进行决策的基础。会计盈余的有用性对公司盈余操纵形成了强烈激励。为规避偏离行业平均水平的异质性财务战略引发的收益波动对公司产生不利影响,公司通常存在通过盈余管理操纵利润的动机。尤其当企业面临融资需求时,为了向股东、债权人传递积极的信号,树立经营稳健、信誉良好的形象,进而以较低的融资成本获取更多资金,企业通常会通过应计盈余管理上调利润,实现利润粉饰<sup>[23-25]</sup>。另一方面,当企业选择的财务战略与行业平均水平相比表现出明显异质性特征时,财务战略所传递的信息含量会显著降低,这也导致企业盈余操纵的成本大大降低,企业可能不需要通过复杂的盈余管理手段就可以实现利润操纵目的。基于上述分析,本文认为,财务战略激进的公司,盈余质量越低。

商业信用提供方在做出商业信用供给决策时,会面临成本与收益的考量。尽管前人研究表明供应商关系、货币政策、市场环境等外部因素与会计信息披露质量等内部因素均会影响公司商业信用融资能力,但在两权分离与信息不对称的环境背景下,会计信息仍然是供应链上下游公司彼此之间相互了解的最重要信息来源。理性的商业信用提供方在做出商业信用供给决策之前,一定会依据商业信用需求方的会计信息,对其经营风险和偿债能力做出合理评价。如果公司实施偏离行业平均水平的异质性财务战略导致其收益波动程度和盈余操纵程度显著增加,这种盈余质量的降低就会被商业信用提供方解读为潜在的商业信用风险,进而影响其商业信用供给意愿。综上所述,本文提出假设2。

假设2:财务战略偏离行业平均水平的异质性程度越高,公司盈余质量越低。盈余质量的降低是异质性财务战略影响公司商业信用融资能力的中介路径。

### 3. 财务战略定位上的异质性特征、产权性质与公司商业信用融资

通过前述分析可知,财务战略定位上的异质性特征会对公司商业信用融资能力产生显著负面影响,然而这种影响在不同的公司产权性质下可能存在差异。

一方面,产权性质会对公司财务资源使用效率产生影响。由于国有企业普遍存在“所有者缺位”问题,使得国有企业财务资源低效率配置甚至浪费现象严重。相比非国有企业,国有企业具有更加复杂的委托代理关系,其内部利益冲突也更加突出。因此,对于国有企业而言,激进的财务战略可能并

不意味着公司经营能力的增强与投资机会的增加。相反,有学者研究发现,由于国有企业面临的外部融资约束和市场竞争压力较小,国有企业获取的贷款等外部融资更有可能被高管用于在职消费、集体福利、非效率投资等,从而导致国有企业更加容易陷入财务困境<sup>[26]</sup>。由此可见,当国有企业采取偏离行业平均水平的异质性财务战略时,财务资源不合理使用的可能性越高,从而使得国有企业面临的经营风险和财务风险也更高。

另一方面,产权性质会对公司盈余质量产生影响。国有企业由于受到行政势力的干预,其在正常经营活动以外还承担了更多的政策性负担与社会责任,导致国有企业对盈利增长的动机不如非国有企业强烈<sup>[27]</sup>,使得国有企业收益波动程度更高。同时,国有企业与政府关系密切,其盈余操纵、“坏消息”隐藏的成本更低,导致国有企业的实际控制人更有可能通过实施偏离行业平均水平的异质性财务战略侵占公司利益,实现对公司财务资源的掠夺。同时,已有研究发现,国有上市公司的内部治理水平普遍低于非国有上市公司。相比非国有企业,国有企业会实施更多的关联交易等非市场化行为<sup>[28]</sup>。由此可见,产权性质不同的企业,其盈余质量也会存在显著差异。偏离行业平均水平的异质性财务战略对公司盈余质量的负面影响,在国有企业会表现得更加突出。基于上述分析,本文提出假设3。

假设3:相比非国有企业,国有企业加剧了财务战略定位上的异质性特征对公司商业信用融资能力的负面影响。

### 三、研究设计

#### (一) 样本与数据来源

由于我国于2007年起开始实施新的企业会计准则,为确保会计信息可比性,本文初始样本包括2007—2016年间所有A股上市公司,共22449个初始观测值。样本公司数据主要来源于国泰安CS-MAR数据库、锐思RESSET数据库以及巨潮资讯网。为提高数据有效性,本文对样本进行了如下筛选:(1)剔除IPO当年的公司样本1665个;(2)剔除金融保险类公司样本368个;(3)剔除ST、\*ST或者PT的公司样本1211个;(4)剔除关键变量数据缺失的公司样本87个;(5)剔除每股收益小于0的公司样本1765个。最终,本文的研究样本包含17353个观测值,涵盖了2693家A股上市公司。为避免极端值对研究结果的影响,本文对部分连续变量进行了1%和99%分位上的缩尾处理。

#### (二) 变量解释

##### 1. 解释变量:财务战略偏离行业平均水平的异质性程度

现阶段,鲜有文献使用定量方法衡量公司财务战略。本文借鉴Tang等、Bentley等和叶康涛等测量公司总体战略的方法,从筹资、投资、资金营运、股利分配四个维度选择11个变量来描述公司的财务资源配置结构<sup>[29,6-7]</sup>,然后构建一个基于求和的离散变量来反映公司财务战略偏离行业平均水平的异质性程度,作为衡量财务战略定位上的异质性特征的代理变量。上述11个变量包括:(1)公司当年是否增发了股票,使用虚拟变量度量;(2)公司当年是否进行了配股,使用虚拟变量度量;(3)公司股权在当年是否存在质押,使用虚拟变量度量;(4)外部借款融资强度,使用年末短期借款和长期借款占总资产的比重度量;(5)债券融资强度,使用年末应付债券占总资产的比重度量;(6)长期资本密度,衡量长期资本投资强度,使用年末固定资产、无形资产、在建工程净额占总资产的比重度量;(7)权益投资密度,衡量股权投资强度,使用年末长期股权投资占总资产的比重度量;(8)期间费用比率,衡量资金营运效率,使用本年管理费用和销售费用占营业收入的比重度量;(9)现金持有量,衡量公司的自由现金流量水平,使用年末现金及现金等价物/(总资产-现金及现金等价物)度量;(10)应收账款周转率,衡量公司对下游客户信用政策的松紧度,使用营业收入占当年平均总资产的比重度量;(11)股利支付比率,衡量公司现金股利发放政策,使用当年每股股利占每股收益的比重度量。

本文将上述变量分别按照行业和年度从小到大平均分为两组。对于变量(1)—变量(10),位于同一行业和年度中位数以上的样本取1,否则取0;对于变量(11),位于行业和年度中位数以上的样本取0,否则取1。经过上述调整,当每个变量取1时,说明公司对应的筹资、投资、资金营运和股利分配活动较激进;当每个变量取0时,说明公司对应的筹资、投资、资金营运和股利分配活动较稳健。对于每一个公司-年度样本,将上述11个分组变量的分组得分相加,即可得到衡量公司财务战略定位上的异质性特征的离散变量 *Strategy*。显然,*Strategy* 得分越高,意味着公司财务战略偏离行业平均水平的激进程度和差异化程度越高,也表明公司财务战略定位上的异质性程度越高。

## 2. 被解释变量:公司商业信用融资额度

本文借鉴陆正飞和杨德明的做法,采用合并财务报表中应付账款、应付票据、预收账款三个会计科目合计数除以当年年末总资产的方法测量商业信用融资额度 (*Credit*)<sup>[14]</sup>。

## 3. 控制变量

综合借鉴前人研究,本文选择资产规模 (*Size*)、资产收益率 (*Roa*)、主营业务收入增长率 (*Growth*)、勒纳指数 (*Market*)、上一年审计意见类型 (*Lag\_Mao*)、审计师类型 (*Big4*)、公司上市时间 (*Age*)、货币政策松紧度 (*Mp*)、可抵押资产 (*Mortgage*)、董事长与总经理两职合一 (*Dual*)、分析师关注度 (*Analyst*)、第一大股东持股比例 (*Shr*) 等 12 个变量作为影响公司商业信用融资能力的控制变量<sup>[14]</sup>。此外,本文还控制了行业和年度固定效应。

## 4. 中介变量

根据前文理论分析,本文选择收益波动程度 (*EV*) 和盈余管理强度 (*EM*) 两个连续变量反映公司盈余质量。借鉴 Choi 等、郭飞等衡量收益波动性的方法<sup>[30-31]</sup>,本文使用过去三年(包含本年)净利润的标准差除以过去三年(包含本年)平均总资产测量收益波动程度;借鉴修正的 Jones 模型,本文使用操纵性应计项目衡量公司盈余管理强度。

上述各变量具体定义如表 1 所示。

表 1 各变量具体定义

变量名称	变量符号	计算方法
财务战略偏离行业平均水平的异质性程度	<i>Strategy</i>	对公司财务战略定位上的异质性特征的度量,取值在 0-11 之间,数值越大表示公司财务战略偏离行业平均水平的异质性程度越高
商业信用融资额度	<i>Credit</i>	(应付账款 + 应付票据 + 预收款项)/当年年末总资产
资产规模	<i>Size</i>	年末总资产取自然对数
资产收益率	<i>Roa</i>	净利润/(年末总资产 + 年初总资产)
主营业务收入增长率	<i>Growth</i>	(本年主营业务收入 - 上年主营业务收入)/上年主营业务收入
勒纳指数	<i>Market</i>	反映企业在市场中的垄断势力强弱,通过(营业收入 - 营业成本 - 销售费用 - 管理费用)/营业收入计算
上一年审计意见类型	<i>Lag_Mao</i>	上一年审计意见类型,当上一年公司被出具非标准无保留审计意见时取 1,否则取 0
审计师类型	<i>Big4</i>	公司当年被国际四大会计师事务所审计时取 1,否则取 0
公司上市时间	<i>Age</i>	公司上市时间取自然对数,上市时间以年为单位确定
货币政策松紧度	<i>Mp</i>	参照陆正飞和杨德明相关文献 <sup>[14]</sup> ,本文使用 <i>Mp</i> 衡量货币政策松紧度; <i>Mp</i> 计算方法: <i>Mp</i> = M2 增长率 - GDP 增长率 - CPI 增长率
可抵押资产	<i>Mortgage</i>	公司可用于抵押的资产数量,通过(固定资产 + 存货)/资产总计计算
董事长与总经理两职合一	<i>Dual</i>	公司当年董事长与总经理为同一人时取 1,否则取 0
分析师关注度	<i>Analyst</i>	公司当年受分析师(分析师团队)关注的数量加 1 取自然对数
第一大股东持股比例	<i>Shr</i>	公司当年第一大股东持股比例
公司产权性质	<i>Soe</i>	公司产权性质,当公司实际控制人属于国有单位时取 1,否则取 0
收益波动程度	<i>EV</i>	使用公司过去三年(包含本年)净利润的标准差除以过去三年(包含本年)平均总资产测量收益波动程度
盈余管理强度	<i>EM</i>	借鉴修正的 Jones 模型,本文使用操纵性应计项目衡量公司盈余管理强度

(三) 模型构建

为了验证假设 1, 本文设定模型(1):

$$Credit_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 \times Strategy_{i,t} + \alpha_2 \times Controls_{i,t} + Industry + Year + e_{i,t} \quad (1)$$

该模型重点关注 *Strategy* 的回归系数  $\beta_1$ , 根据假设 1, 本文预期 *Strategy* 的回归系数  $\beta_1$  应当显著为负。为控制样本中不随时间变化的个体效应, 本文选择使用固定效应模型进行回归, 并对行业和年度固定效应予以控制。为避免样本数据潜在的异方差和序列相关问题, 本文均使用异方差稳健标准误(Cluster)对参数估计量的标准误差进行了修正。

为了验证假设 2, 本文设定如下中介效应模型(2)—模型(3), 检验公司财务战略定位上的异质性特征影响公司商业信用融资能力的路径与机制。

$$EV_{i,t} \text{ or } EM_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \times Strategy_{i,t} + \beta_2 \times Controls_{i,t} + Industry + Year + e_{i,t} \quad (2)$$

$$Credit_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 \times Strategy_{i,t} + \alpha_2 \times EV_{i,t} \text{ or } EM_{i,t} + \alpha_3 \times Controls_{i,t} + Industry + Year + e_{i,t} \quad (3)$$

上述模型中 *EV* 和 *EM* 分别代表收益波动程度和操纵性盈余管理强度, 是衡量公司盈余质量的代理变量。同时, *EV* 和 *EM* 也是财务战略定位上的异质性特征影响公司商业信用融资能力的中介变量。为检验上述中介效应是否真实存在, 本文使用 Bootstrap 方法予以证实。

为了验证假设 3, 本文设定模型(4):

$$Credit_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 \times Strategy_{i,t} + \alpha_2 \times Soe_{i,t} + \alpha_3 \times Strategy_{i,t} \times Soe_{i,t} + \alpha_4 \times Controls_{i,t} + Industry + Year + e_{i,t} \quad (4)$$

该模型重点关注 *Strategy*  $\times$  *Soe* 的回归系数  $\alpha_3$ , 根据假设 3, 本文预期 *Strategy*  $\times$  *Soe* 的回归系数应当显著为负。

## 四、实证结果与分析

### (一) 描述性统计分析

表 2 报告了本文主要被解释变量、解释变量和控制变量的描述性统计结果。根据本文对公司财务战略偏离行业平均水平的异质性程度 *Strategy* 的定义, 理论上 *Strategy* 的最大值为 11, 最小值为 0。在本文所研究的样本中, *Credit* 的均值和中位数低于美国、德国、英国、法国等西方发达国家商业信用占企业总资产的平均比重<sup>[32]</sup>, 表明随着我国供应链交易机制以及市场信用体系的进一步完善, 商业信用融资在企业外部融资来源中的重要性, 存在大幅提升的空间。

皮尔森相关系数统计结果表明, 在 5% 的显著性水平上, *Strategy* 与 *Credit* 显著负相关(相关系数为 -0.0795,  $p = 0.0000$ ), 初步表明财务战略偏离行业平均水平的异质性程度越高, 公司获得的商业信用融资额度越少。

### (二) 多元回归分析

#### 1. 财务战略定位上的异质性特征对公司商业信用融资能力的影响

表 3 报告了假设 1 中公司财务战略定位上的异质性特征与公司商业信用融资能力相关关系的 OLS 回归结果。可以看出, 无论是否考虑控制变量的影响, *Strategy* 的回归系数均在 1% 或 5% 的水平上负显著, 表明公司财务战略偏离行业平

表 2 各变量描述性统计结果

变量	观测值	均值	中位数	最大值	最小值	标准差
<i>Credit</i>	17353	0.165	0.134	0.562	0.006	0.123
<i>Strategy</i>	17353	4.007	4.000	10.000	0.000	1.592
<i>Size</i>	17353	22.000	21.830	25.870	19.680	1.250
<i>Roa</i>	17353	0.052	0.042	0.218	0.001	0.043
<i>Growth</i>	17353	0.231	0.128	3.894	-0.492	0.541
<i>Market</i>	17353	0.123	0.098	0.538	-0.194	0.118
<i>Lag_Mao</i>	17353	0.022	0.000	1.000	0.000	0.146
<i>Big4</i>	17353	0.060	0.000	1.000	0.000	0.237
<i>Age</i>	17353	2.133	2.303	3.296	0.693	0.718
<i>Soe</i>	17353	0.432	0.000	1.000	0.000	0.495
<i>Mp</i>	17353	0.046	0.036	0.184	-0.015	0.045
<i>Mortgage</i>	17353	0.397	0.388	0.971	0.000	0.185
<i>Dual</i>	17353	0.218	0.000	1.000	0.000	0.413
<i>Analyst</i>	17353	1.592	1.609	3.689	0.000	1.120
<i>Shr</i>	17353	0.360	0.341	0.894	0.003	0.154

均水平的异质性程度越高,所能获得的商业信用融资额度越少,支持了假设1。

2. 财务战略定位上的异质性特征影响公司商业信用融资能力的路径与机制

表4报告了假设2检验结果。其中列(1)与列(2)检验了财务战略定位上的异质性特征影响公司商业信用融资能力的第一条路径。列(3)与列(4)检验了财务战略定位上的异质性特征影响公司商业信用融资能力的第二条路径。可以看出,列(1)与列(3)中EV和EM与Strategy在1%水平上显著正相关,表明财务战略偏离行业平均水平的异质性程度越高,公司盈余质量

越差;列(2)与列(4)中Strategy、EV和EM的回归系数均显著为负,初步说明财务战略定位上的异质性特征通过影响盈余质量进而影响公司商业信用融资能力的中介效应成立。为进一步确保中介效应的真实存在,参照温忠麟和叶宝娟等文献<sup>[33]</sup>,本文使用Bootstrap方法进行中介效应检验。检验结果显示在Bootstrap样本量为5000,95%的置信水平上,列(1)与列(2)BootLLCI = -0.0004,BootULCI = -0.0002;列(3)与列(4)BootLLCI = 0.0018,BootULCI = 0.0012。上述结果进一步

表明财务战略定位上的异质性特征通过降低盈余质量进而影响公司商业信用融资能力的中介效应显著,经计算,路径一中介效应占总效应的比例为1.38%;路径二中介效应占总效应的比例为31.69%。

综上,本文认为偏离行业平均水平的异质性财务战略显著提高了公司的收益波动程度,也显著提高了公司通过操纵性应计项目实施盈余管理的强度,进而降低了公司的盈余质量。而盈余质量的降低显著发挥了中介效应,进一步影响了公司的商业信用融资能力。上述研究结论支持了假设2。

3. 产权性质影响财务战略定位上的异质性特征与公司商业信用融资能力相关关系的调节效应

表5报告了假设3中产权性质调节效应的检验结果,可以看出尽管Soe与Strategy在5%水平上显著正相关,但Strategy × Soe的回归系数在5%水平上显著为负,表明国有企业在商业信用融资能力上具有天然优势,但相比非国有企业,国有企业这种产权性质加剧了财务战略定位上的异质性特征对公司商业信用融资能力的负面影响,该结果支持了假设3。

(三) 稳健性检验

1. 财务战略异质性特征测量方法的效度检验

本文基于公司层面财务数据测量公司财务战略定位上的异质性特征。尽管财务数据每年都会发生变化,但是公司财务战略应当在连续的一定时期内保持相对稳定。因此,如果本文对Strategy这一变量的测量方法准确,那么该变量应当与其滞后一期变量表现出显著的相关性。皮尔逊相关系数检验发现,Strategy<sub>i,t</sub>与Strategy<sub>i,t-1</sub>在5%水平上显著正相关。

表3 假设1 检验结果

变量	(1) Credit	(2) Credit
Strategy	-0.0016 ** (-2.51)	-0.0043 *** (-6.72)
Controls	不控制	控制
Industry/Year	控制	控制
N	17353	17353
Adj-R <sup>2</sup>	0.015	0.076

注:\*\*\*、\*\*、\*分别表示在1%、5%和10%的水平下显著;括号中的数值为回归系数的t统计量。为节约篇幅,控制变量的回归结果已省略,下同。

表4 假设2 检验结果

变量	(1) EV	(2) Credit	(3) EM	(4) Credit
Strategy	0.0008 *** (4.10)	-0.0046 *** (-6.93)	0.0133 *** (8.05)	-0.0035 *** (-5.61)
EV/EM		-0.0798 ** (-2.22)		-0.0834 *** (-14.92)
Controls	控制	控制	控制	控制
Industry/Year	控制	控制	控制	控制
N	16204	16204	16202	16202
Adj-R <sup>2</sup>	0.259	0.075	0.344	0.127

注:\*\*\*、\*\*、\*分别表示在1%、5%和10%的水平下显著;括号中的数值为回归系数的t统计量,为节约篇幅,控制变量的回归结果已省略。为节约篇幅,控制变量的回归结果已省略,下同。

表5 假设3 检验结果

变量	Credit
Strategy	-0.0031 *** (-4.23)
Soe	0.0138 ** (2.09)
Strategy × Soe	-0.0027 ** (-2.39)
Controls	控制
Industry/Year	控制
N	17353
Adj-R <sup>2</sup>	0.076

通过观测 2008—2016 年间  $Strategy_{i,t}$  与  $Strategy_{i,t-1}$  的差异可以发现,在上述期间的 13620 个样本中,有 35.46% 的样本  $Strategy_{i,t}$  与  $Strategy_{i,t-1}$  的差异为 0;43.88% 的样本  $Strategy_{i,t}$  与  $Strategy_{i,t-1}$  的差异为  $\pm 1$ ;15.24% 的样本  $Strategy_{i,t}$  与  $Strategy_{i,t-1}$  的差异为  $\pm 2$ ;仅有剩余 5.42% 的样本  $Strategy_{i,t}$  与  $Strategy_{i,t-1}$  的差异在  $\pm 3$  以上,这在一定程度上表明本文所构建的财务战略异质性特征测量方法有效。

为进一步检验代理变量  $Strategy$  测量结果的有效性,本文将模型(1)中的  $Strategy_{i,t}$  替换

为  $Strategy_{i,t-1}$  (变量符号用  $Strategy\_lag$  表示),以检验  $t-1$  期财务战略定位上的异质性特征对  $t$  期公司商业信用融资能力的影响。回归结果如表 6 列(1)所示, $t-1$  期的财务战略定位上的异质性特征同样与公司商业信用融资能力在 1% 水平上显著负相关。

### 2. 变更财务战略异质性特征的测量方法

本文在模型(2)中使用离散变量测量公司财务战略定位上的异质性特征,为确保回归结果的稳健性,本文在稳健性检验中使用虚拟变量测量公司财务战略定位上的异质性特征。具体而言,按照行业和年度将  $Strategy$  从小到大平均分为两组,并构建虚拟变量  $Strategy\_dum$ 。当  $Strategy$  位于每一行业和年度中位数以上时  $Strategy\_dum$  取 1,否则取 0。回归结果如表 6 列(2)所示,财务战略定位上的异质性特征与公司商业信用融资能力在 1% 水平上表现出显著的负相关关系,进一步验证了财务战略定位上的异质性特征对公司商业信用融资能力影响的客观存在性。

### 3. 变更商业信用融资的测量方法

为检验公司商业信用融资能力测量方法的准确性,本文还进行了如下测试:第一,考虑到公司在供应链交易中较少使用应付票据的方式获取商业信用,将商业信用融资  $Credit$  重新定义为应付账款和预收款项占当年总资产的比重(变量符号为  $Credit1$ );第二,为消除主营业务收入对商业信用融资能力的影响,将商业信用融资  $Credit$  重新定义为应付账款、应付票据和预收款项占当年主营业务收入的比重(变量符号为  $Credit2$ )。回归结果如表 6 列(3)—列(4)所示,无论商业信用融资能力采用何种方式测量,财务战略定位上的异质性特征与公司商业信用融资能力之间的负相关关系始终未发生变化。

## (四) 内生性检验

### 1. 使用工具变量排除互为因果内生性问题

上述研究认为偏离行业平均水平的异质性财务战略会显著降低公司商业信用融资能力,但商业信用融资能力可能也会反向影响公司的财务战略选择,即商业信用融资能力强的公司更倾向于实施偏离行业平均水平的异质性财务战略。为排除上述可能性,本文使用两阶段工具变量法(2SLS)进行内生性检验。

选择公司总部所在省份省级财政收入( $Revenue$ )、省级财政支出( $Expenditure$ )、公司上一年度外部借款规模( $Lag\_Loan$ )以及公司财务战略异质性程度行业-年度均值( $Strategy\_Mean$ )等四个变量共同作为影响公司财务战略定位上的异质性特征的工具变量。通过工具变量法两阶段回归可以看出,在引入工具变量后, $Strategy$  的回归系数仍未发生显著改变(回归系数为  $-0.0263$ ,  $t = -5.66$ ,因限于篇幅,回归结果未以表格形式呈现),表明本文所构建的模型并不存在明显的内生性问题。

为检验工具变量的有效性,本文还进行了工具变量过度识别检验、工具变量不可识别检验和弱工具变量检验。检验结果表明本文选取的工具变量是合理的(因限于篇幅,检验结果未呈现)。

表 6 稳健性检验结果

变量	(1) <i>Credit</i>	(2) <i>Credit</i>	(3) <i>Credit1</i>	(4) <i>Credit2</i>
<i>Strategy</i>			-0.0035 *** (-6.52)	-0.0052 *** (-3.19)
<i>Strategy_dum</i>		-0.0069 *** (-4.45)		
<i>Strategy_lag</i>	-0.0045 *** (-7.52)			
<i>Controls</i>	控制	控制	控制	控制
<i>Industry/Year</i>	控制	控制	控制	控制
<i>N</i>	13620	17353	17353	17353
<i>Adj-R<sup>2</sup></i>	0.072	0.072	0.087	0.118

2. 使用 Heckman 两阶段模型解决自选择问题

公司某些未被观察的特征可能会影响公司财务战略选择,而这些特征可能也会同样影响公司的商业信用融资能力。为排除这种潜在影响可能导致的样本自选择问题,本文使用 Heckman 两阶段模型进行检验。在第一阶段,使用虚拟变量 *Strategy\_dum* 作为被解释变量,同时借鉴本文在两阶段工具变量检验时使用的公司总部所在省份的年度财政收入水平 (*Revenue*)、财政支出水平 (*Expenditure*)、公司上一年度外部借款规模 (*Lag\_Loan*) 以及公司财务战略行业一年度均值 (*Strategy\_Mean*) 等 4 个变量作为外生解释变量。将第一阶段 OLS 回归计算出来的逆米尔斯比率 (*IMR*) 带入第二阶段,回归后发现,第一阶段中的四个外生变量均与 *Strategy\_dum* 在 1% 水平上显著相关;第二阶段中控制了逆米尔斯比率后,*Strategy* 的回归系数并未发生显著变化(回归系数为 -0.0133,  $t = -10.63$ , 因限于篇幅,回归结果未以表格形式呈现),表明在控制了样本自选择问题后,本文假设 1 的回归结论仍然成立。

3. 使用一阶差分模型解决遗漏变量问题

为排除不随时间变化的遗漏变量对本文回归结果的潜在影响,本文使用一阶差分模型进行内生性检验。将被解释变量与解释变量进行一阶差分后回归发现,一阶差分因变量  $\Delta Credit$  与一阶差分自变量  $\Delta Strategy$  在 1% 水平上显著负相关(回归系数为 -0.0016,  $t = -3.43$ , 因限于篇幅,回归结果未以表格形式呈现),表明本文假设 1 的回归结论仍然成立。

五、进一步分析

前文研究已证实,偏离行业平均水平的异质性财务战略与公司商业信用融资能力之间存在显著的负相关关系,而盈余质量的降低是影响上述相关关系的中介路径。但已有文献也表明,供应链中供应商、客户与公司基于购销关系所形成的相对谈判能力会对公司商业信用融资能力产生重要影响<sup>[2]</sup>。因此,研究公司商业信用融资能力影响因素时,公司与供应商和客户之间的关系是不得不考虑的重要方面。为排除供应商、客户关系对本文回归结果的影响,本文分组检验当公司与供应商、客户之间的相对谈判能力存在差异时,财务战略定位上的异质性特征对公司商业信用融资能力的影响是否会发生改变。

(一) 排除供应商关系对本文结果的影响

借鉴马黎珺等研究成果<sup>[15]</sup>,本文使用供应商集中度,也即“公司向前五名供应商采购金额占采购总额的比重”衡量公司与供应商之间的相对谈判能力。按照行业和年度将供应商集中度从小到大平均分为两组,当样本公司供应商集中度位于同一行业 and 年度中位数以上时,界定为高供应商集中度组,反之,则界定为低供应商集中度组。分组后的回归结果如表 7 列(1)和列(2)所示,可以看出,无论是在高供应商集中度组还是低供应商集中度组,财务战略定位上的异质性特征对公司商业信用融资能力的负向影响始终未发生显著改变,从而排除了供应商关系对本文回归结果的干扰。

(二) 排除客户关系对本文结果的影响

借鉴江伟等研究成果<sup>[34]</sup>,本文使用客户集中度,也即“公司向前五名客户销售金额占全部销售金额的比重”衡量公司与客户之间的相对谈判能力。按照行业和年度将客户集中度从小到大平均分

表 7 进一步分析回归结果

变量	(1)高供应商集中度组 <i>Credit</i>	(2)低供应商集中度组 <i>Credit</i>	(3)高客户集中度组 <i>Credit</i>	(4)低客户集中度组 <i>Credit</i>
<i>Strategy</i>	-0.0041 *** (-4.70)	-0.0030 *** (-3.70)	-0.0036 *** (-3.92)	-0.0043 *** (-5.36)
<i>Controls</i>	控制	控制	控制	控制
<i>Industry/Year</i>	控制	控制	控制	控制
<i>N</i>	10119	7234	9080	8273
<i>Adj-R<sup>2</sup></i>	0.080	0.083	0.076	0.070
<i>t-stat</i>		15.8773		7.7929

为两组,当样本公司客户集中度位于同一行业和年度中位数以上时,界定为高客户集中度组,反之,则界定为低客户集中度组。分组后的回归结果如表7列(3)和列(4)所示,可以看出,无论是在高客户集中度组还是低客户集中度组,财务战略定位上的异质性特征对公司商业信用融资能力的负向影响始终未发生显著改变,从而排除了客户关系对本文回归结果的干扰。

## 六、研究结论

随着商业信用在供应链交易中的广泛使用与普及,从公司财务战略定位差异的视角研究公司商业信用融资能力的影响机制具有重要意义。本文以2007—2016年A股非金融保险类上市公司为研究对象,从财务战略定位差异的角度构建了公司财务战略异质性特征的测量方法,深入探讨了财务战略定位上的异质性特征与公司商业信用融资能力之间的相关关系及作用机理。本文研究结论如下:第一,当公司财务战略偏离行业平均水平表现出异质性特征时,财务战略异质性程度越高,公司所能获得的商业信用融资额度越少。第二,偏离行业平均水平的异质性财务战略显著提高了公司收益的波动程度,也提高了公司通过操纵性应计项目进行盈余管理的强度,从而降低了公司的盈余质量。而盈余质量的降低显著发挥了部分中介效应,进一步影响了公司的商业信用融资能力。第三,相比非国有企业,国有企业加剧了财务战略定位上的异质性特征对公司商业信用融资能力的负面影响。

本文的研究不足在于:第一,本文借鉴Tang等、Bentley和叶康涛等测量公司总体战略的方法,基于财务战略职能和目标,利用11个公司财务指标尝试构建了反映财务战略定位上的异质性特征的代理变量和测量方法<sup>[29,6-7]</sup>。虽然经过了一系列效度检验,但该方法是否充分合理有待进一步深入探讨。第二,本文以盈余质量作为中介变量,研究了财务战略定位上的异质性特征通过影响公司盈余质量进而影响其商业信用融资能力的中介效应机制。但偏离行业平均水平的异质性财务战略是否还有可能通过其他路径影响公司商业信用融资能力,本文并没有进行更加深入的探讨。未来研究可以进一步考虑偏离行业平均水平的异质性财务战略影响公司商业信用融资能力的中介路径中,是否还存在能够显著影响中介效应的调节效应机制,进而从内在机理上为财务战略影响公司经济后果的相关实证研究寻找到更加丰富与合理的解释。

### 参考文献:

- [1]石晓军,张顺民.商业信用、融资约束及效率影响[J].经济研究,2010(1):102-113.
- [2]李任斯,刘虹霞.供应链关系与商业信用融资—竞争抑或合作[J].当代财经,2016(4):115-126.
- [3]郑军,林钟高,彭琳.高质量的内部控制能增加商业信用融资吗?——基于货币政策变更视角的检验[J].会计研究,2013(6):62-68.
- [4]袁卫秋,汪立静.信息披露质量、货币政策与商业信用融资[J].证券市场导报,2016(7):4-10.
- [5]Miles R E, Snow C C, Meyer A D. Organizational strategy, structure and process[J]. Academy of Management Review, 1978,3(3):93-96.
- [6]Bentley K A, Omer T C, Sharp N Y. Business strategy, financial reporting irregularities, and audit effort[J]. Contemporary Accounting Research, 2013, 30(2):780-817.
- [7]叶康涛,董雪雁,崔倚菁.企业战略定位与会计盈余管理行为选择[J].会计研究,2015(10):23-29.
- [8]Hui K W, Klasa S, Yeung P E. Corporate suppliers and customers and accounting conservatism[J]. Journal of Accounting Economics, 2012, 53(2):115-135.
- [9]黄波,王满,吉建松.战略差异、环境不确定性与商业信用融资[J].现代财经,2008(1):37-51.
- [10]应千伟,蒋天骄.市场竞争力、国有股权与商业信用融资[J].山西财经大学学报,2012(8):58-64.
- [11]张勇.信任、审计意见与商业信用融资[J].审计研究,2013(5):72-79.
- [12]李琳娜.信息披露质量、事务所声誉与商业信用融资[J].财会通讯,2017(12):11-15.
- [13]付佳.税收规避、商业信用融资和企业绩效[J].山西财经大学学报,2017(2):87-98.
- [14]陆正飞,杨德明.商业信用:替代性融资,还是买方市场?[J].管理世界,2011(4):6-14.
- [15]马黎璐,张敏,伊志宏.供应商-客户关系会影响企业的商业信用吗——基于中国上市公司的实证检验[J].经济理论与经济管理,2016(2):98-111.

- [16] Ittner C D, Larcker D F, Rajan M V. The choice of performance measures in annual bonus contracts[J]. *The Accounting Review*, 1997, 72(2):231-255.
- [17] 刘行. 企业的战略类型会影响盈余特征吗—会计稳健性视角的考察[J]. *南开管理评论*, 2016(4):111-121.
- [18] 孙健, 王百强, 曹丰, 刘向强. 公司战略影响盈余管理吗[J]. *管理世界*, 2016(3):160-169.
- [19] 魏明海. 财务战略—着重周期性因素影响的分析[M]. 中国财政经济出版社, 2001.
- [20] 徐光华, 沈戈. 企业共生财务战略及其实现路径[J]. *会计研究*, 2011(2):52-58.
- [21] Carpenter M A. The Price of Change: The role of CEO Compensation in strategic variation and deviation from industry strategy norms[J]. *Journal of Management*, 2000, 26(6):1179-1198.
- [22] 王化成, 张修平, 高升好. 企业战略影响过度投资吗[J]. *南开管理评论*, 2016(4):87-97.
- [23] 卢太平, 张东旭. 融资需求、融资约束与盈余管理[J]. *会计研究*, 2014(1):35-41.
- [24] Kothari S P, Mizik N, Roychowdhury S. Managing for the moment: The role of earnings management via real activities versus accruals in SEO valuation[J]. *The Accounting Review*, 2016, 91(2):559-586.
- [25] Defond M L, Jiambalvo J. Debt covenant violation and manipulation of accruals[J]. *Journal of Accounting and Economics*, 1994, 17(1-2):145-176.
- [26] 田利辉. 国有产权、预算软约束与中国上市公司杠杆[J]. *管理世界*, 2005(7):123-128.
- [27] 刘春, 孙亮. 政策性负担、市场化改革与国企部分民营化后的业绩滑坡[J]. *财经研究*, 2013(1):71-81.
- [28] 祝继高, 齐肖, 汤谷良. 产权性质、政府干预与企业财务困境应对—基于中国远洋、尚德电力和李宁公司的多案例研究[J]. *会计研究*, 2015(5):28-34.
- [29] Tang J, Crossan M, Rowe W G. Dominant CEO, Deviant strategy and extreme performance: The moderating role of a powerful board[J]. *Journal of Management Studies*, 2011, 48(7):1479-1503.
- [30] Choi J J, Mao C X, Upadhyay A D. Earnings management and derivative hedging with fair valuation: Evidence from the effects of FAS 133[J]. *The Accounting Review*, 2015, 90(4):1437-1467.
- [31] 郭飞, 郭慧敏, 张桂玲. 利润波动性与衍生工具使用: 基于国有上市公司的实证研究[J]. *会计研究*, 2017(3):22-29.
- [32] 王进朝, 王振德. 内部控制、信息披露质量与商业信用融资[J]. *财会通讯*, 2017(21):80-84.
- [33] 温忠麟, 叶宝娟. 中介效应分析: 方法和模型发展[J]. *心理科学进展*, 2014(5):731-741.
- [34] 江伟, 底璐璐, 姚文韬. 客户集中度与企业成本粘性—来自中国制造业上市公司的经验证据[J]. *金融研究*, 2017(9):192-206.

[责任编辑:高 婷]

## Do Financial Strategy Affect Corporate Commercial Credit Financing Capability?

ZHU Jie

(School of Accounting and Finance, Zhongnan University of Economics and Law, Wuhan 430000, China)

**Abstract:** Based on the sample of Chinese A-type share listed firms from 2007 to 2016, this paper empirically examines the impact of heterogeneity in corporate financial strategy positioning on corporate commercial credit financing capability. The results show that the heterogeneous financial strategy deviating from the industry average level reduces the corporate commercial credit financing ability. The increasing of earnings volatility and the earnings management through maneuverability accruals are the intermediary paths of the heterogeneous financial strategy affecting the company's commercial credit financing capacity, which plays a part of the intermediary effect. Considering the moderating effect of property rights, this paper finds that comparing with non-state-owned enterprises, the state-owned enterprises have aggravated the negative effects of heterogeneous financial strategy on the company's commercial credit financing ability. This paper discusses the mechanism about the relationship between the difference of corporate financial strategy positioning and the credit financing, which enriches the literature about the economic consequences of the financial strategies and the influence factors of the commercial credit financing. The conclusions are of practical significance to guide companies to determine the financial strategy positioning.

**Key Words:** financial strategy; orientation; heterogeneity characteristics; earnings quality; commercial credit financing ability; property rights nature; suppliers; customers