

企业债务融资对非效率投资的治理作用

——以江苏省为例

王丽娟(教授), 俞靖捷

(江南大学商学院, 江苏无锡 214122)

【摘要】 本文以2007~2013年江苏省非金融类上市公司为研究对象,从债务总额、债务来源、债务期限三个方面研究债务融资对非效率投资的治理作用。研究表明,债务总额能抑制企业非效率投资,其中商业信用对过度投资的抑制作用更强,而银行贷款对投资不足的缓解作用更强,短期债务在治理发挥了关键作用,而长期债务对非效率投资无影响,这与我国上市公司长期债务比例过低有关。

【关键词】 债务融资; 非效率投资; 自由现金流

一、引言

投资是经济增长的推动力,投资效率的高低直接关系到企业的生存。然而,由于信息不对称、代理问题、不完全契约等的存在,我国上市公司普遍存在非效率投资的问题。非效率投资又称投资不当或不投资,其表现形式包括投资不足与投资过度。当公司资源被投入那些净现值(NPV)小于0的项目时,则称为投资过度;当企业资金充足却仍放弃那些净现值(NPV)大于0的项目时,则称为投资不足。非效率投资不利于实现企业价值最大化的目标,因此研究如何抑制非效率投资具有重大意义。

债务融资是企业的外部融资方式之一,主要包括银行信贷、企业债券、商业信用等方式。最初的MM理论证明了在完全资本市场环境下,公司的投资与融资无关,而只与投资机会有关。而现实资本市场的完善,产生了信息不对称、代理冲突、道德风险等问题,使得融资不可避免地成为投资的一个来源,从而影响企业的投资效率。

研究债务融资与非效率投资之间的相关关系具有重要的理论价值和实践意义。已有文献表明债务不仅是一种融资工具,更是一种重要的治理手段(Williamson, 1988),债务融资通过发挥相机治理作用和破产威胁效应对非效率投资起到了抑制作用(周雪峰, 2013)。这种抑制作用对过度投资和投资不足两种非效率投资行为的影响是不同的,学术界对此的结论也不尽相同。本文在我国经济增长新常态背景下,以江苏省上市公司为研究对象,探讨债务总额、债务来源、债务期限对非效率投资的影响,为抑制企业的非效率投资行为提供借鉴。

二、理论分析与研究假设

(一)理论分析

现代财务理论对企业投融资的研究主要基于信息不

对称和代理问题,学术界对这两个问题做过不少研究,发表的意见一致认为,解决信息不对称和委托代理问题的最好办法,就是保护投资者的利益和维护企业的整体利益,促进企业可持续健康发展。

信息不对称指的是由于参与主体所处地位的不同,各类人员对交易活动中所需信息的准确性、全面性、完整性和及时性不同,那些对交易信息掌握程度更多的一方通常在交易活动中利用这种信息优势获取利益,而那些处于信息劣势一方的利益则受到损害。

代理问题只指因所有权和控制权的分离,委托人和受托人的利益并不一致,导致利益冲突。目前社会活动中的委托代理关系主要包括股东与经理、债权人与债务人、小股东与大股东之间的关系。

(二)研究假设

1. 债务总额与非效率投资。研究融资或者投资效率的文献不在少数,而将投资效率与融资方式结合进行研究的文献却并不多。覃斌(2004)运用回归模型研究债务融资时发现,债务的存在提高了公司股权融资资金的配置效率,其约束机制对企业过度投资行为起到了一定的抑制作用,且负债越多,企业的投资效率越高。周雪峰(2013)运用实证研究方法,检验了上市公司债务融资的治理作用,并着重研究了债务融资的破产威胁效应。

本文从自由现金流角度研究债务融资与非效率投资的相关关系。债务融资的存在引发了股东与债权人之间的债权代理冲突,尤其是当债务在融资总额中所占比例相当大时,股东或管理者有强烈的动机用资产去替代(作抵押)行为,即过度投资。债权人为了维护自身利益,往往会在债务契约中加入限制性条款,从而使债务成本上升,迫使管理层放弃一些净现值为正的项目(Jensen 和 Meck-

ling, 1976), 即投资不足。Jensen(1986)认为, 企业发生过度投资的根源是拥有丰富的自由现金流, 这一结论与Richardson(2006)的观点相同。从自由现金流角度出发, 债务融资能够减少管理层与大股东可支配的自由现金流, 进而抑制过度投资。而在股权代理冲突上, 债务融资能发挥相机治理作用, 定期还款的压力迫使管理层放弃那些净现值小于0的项目, 从而抑制过度投资。从另一角度来看, 债务融资为企业提供了筹集资金的渠道, 在一定程度上缓解了一些企业的自由现金流短缺问题, 进而缓解了投资不足。据此, 本文提出如下研究假设:

H1: 债务融资总体上能够抑制过度投资, 且能缓解投资不足。

2. 债务来源与非效率投资。企业债务包括银行贷款、商业信用和企业债券等。银行贷款具有定期付息、金额较大等特点, 对债务人投资行为的约束力较强, 如果银行能够通过监督债务企业减少信息不对称, 同时减轻道德风险问题, 便能够抑制企业的过度投资行为。同时, 企业可以通过银行贷款补充自由现金流, 在一定程度上缓解了投资不足。商业信用是企业经营活动中由于延期付款或预收账款形成的企业间信贷关系, 是一种短期融资手段。商业信用对非效率投资的治理作用强于银行贷款(周雪峰, 2013)。商业信用提供者获取债务人信息的成本更低, 即具有监督比较优势(Smith, 1987)。且商业信用提供者可以通过威胁停止供货等手段对债务企业产生更强的约束力, 因此较之银行贷款, 商业信用对投资过度的抑制作用更强。从另一个角度看, 企业利用商业信用进行债务融资的比例越来越大, 也表明相较于银行贷款, 企业更容易获得商业信用融资。不过, 通常商业信用的期限都较短, 虽然其可以缓解企业因自由现金流匮乏而产生的投资不足, 但短时间内的还款压力使得这种抑制作用没有银行贷款强。基于此, 本文提出如下研究假设:

H2: 银行贷款能够抑制过度投资, 也能缓解投资不足, 且对投资不足的缓解作用比商业信用更强。

H3: 商业信用能够抑制过度投资, 也能缓解投资不足, 且对过度投资的抑制作用比银行贷款更强。

3. 债务期限与非效率投资。债务结构根据期限可划分为短期债务和长期债务。短期债务能够很好地抑制非效率投资。其依据是: 一方面, 短期债务融资具有在很短的期限内定期还本付息的压力, 减少了管理者手中能够随意支配的自由现金流, 从而抑制了过度投资; 另一方面, 短期债务较之于长期债务具有有限到期偿付的优势, 且造成企业频繁面临重新签订债务契约的压力, 促使控股股东和管理者权衡利弊, 慎重对待那些净现值为正项目的决策, 从而缓解了投资不足。

而长期债务占整个债务融资的比例非常低, 有相当一部分企业根本不存在长期债务, 这种情况同江苏上市

公司的表现一致。因此长期债务对非效率投资的影响非常小。基于此, 本文提出如下研究假设:

H4: 用短期贷款融资能够抑制过度投资, 且能缓解投资不足。

H5: 用长期债务融资对非效率投资没有影响。

三、研究设计

(一) 非效率投资的度量

本文借鉴Richardson(2006)及陈红兵(2013)的模型, 采用模型(1)对样本数据进行回归分析, 计算上市公司的预期投资水平, 并用该模型估计出的残差值来度量非效率投资水平, 如果实际投资大于预期投资, 则残差为正, 表示过度投资, 相反则残差为负, 表示投资不足。

$$Inv_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 growth_{i,t-1} + \alpha_2 Lev_{i,t-1} + \alpha_3 Cash_{i,t-1} + \alpha_4 Age_{i,t-1} + \alpha_5 Size_{i,t-1} + \alpha_6 Ret_{i,t-1} + \alpha_7 Inv_{i,t-1} + \sum Ind + \sum Year + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

上式中各变量的含义依次为: 公司的投资总额(Inv), 包括构建固定资产、无形资产和其他长期资产所支付的现金减去处置固定资产、无形资产和其他长期资产而收回的现金加上权益及债权投资期初总资产除以年初总资产; 成长机会(Growth, 采用Tobin-Q); 资产负债率(Lev); 现金持有量(Cash, 货币资金除以年初总资产); 上市年数(Age, 取自然对数); 公司规模(Size), 取总资产的自然对数; 考虑现金红利再投资的年个股回报率(Ret); 控制变量(行业Ind和年份Year)。

(二) 债务融资的度量

本文从债务规模、债务来源、债务期限维度构建模型来研究债务融资对非投资效率的影响, 即:

$$OI(UI) = \beta_0 + \beta_1 Lev + \beta_2 FCF + \beta_3 Size + \beta_4 Sales + \beta_5 TQ + \beta_6 MHSR + \beta_7 Board + \beta_8 Top1 + \beta_9 Dual + \beta_{10} MS + \beta_{11} Occ + \beta_{12} MF + \sum Ind + \sum Year + \varepsilon \quad (2)$$

$$OI(UI) = \beta_0 + \beta_1 BD + \beta_2 CD + \beta_3 FCF + \beta_4 Size + \beta_5 Sales + \beta_6 TQ + \beta_7 MHSR + \beta_8 Board + \beta_9 Top1 + \beta_{10} Dual + \beta_{11} MS + \beta_{12} Occ + \beta_{13} MF + \sum Ind + \sum Year + \varepsilon \quad (3)$$

$$OI(UI) = \beta_0 + \beta_1 SD + \beta_2 LD + \beta_3 FCF + \beta_4 Size + \beta_5 Sales + \beta_6 TQ + \beta_7 MHSR + \beta_8 Board + \beta_9 Top1 + \beta_{10} Dual + \beta_{11} MS + \beta_{12} MF + \sum Ind + \sum Year + \varepsilon \quad (4)$$

上述模型(2)、模型(3)、模型(4)分别用来检验债务规模、债务来源、债务期限对非效率投资的影响。模型中的具体变量说明如下页表1所示。

四、实证检验与结果分析

(一) 样本选择

本文选取2007~2013年江苏省的上市公司为研究对象。考虑到投资效率变量计算的滞后性, 实际研究期间为2008~2013年。本文还对样本做了如下技术处理: ①剔除当年及上一年上市的样本公司; ②剔除ST、*ST、S公司和金融行业公司和数据不完整的公司; ③剔除同时发行A

表 1 变量说明

	变量代码	变量名称	变量定义
被解释变量	OI	过度投资	模型(1)大于0的回归残差
	UI	投资不足	模型(2)小于0的回归残差(取绝对值)
解释变量	Lev	资产负债率	总负债/总资产
	BD	银行贷款比率	(短期借款+长期借款)/总资产
	CD	商业信用比率	(应付账款+应付票据+预收账款)/总资产
	SD	短期债务比率	短期借款/总资产
	LD	长期债务比率	长期借款/总资产
控制变量	FCF	自由现金流	生产经营活动产生的现金流量净额/年初总资产-预期投资
	Size	公司规模	总资产,取自然对数
	Sales	销售收入	销售收入/年初总资产
	TQ	Tobin-Q	(股权市值+负债账面价值)/资产账面价值
	MHSR	管理层激励	高管持股比例
	Board	董事会规模	董事会人数
	Top1	股权集中度	第一大股东持股比例
	Dual	两职合一	董事长与总经理是否两职合一,是为1,否则为0
	MS	高管薪酬	金额最高的前三位高管人员薪酬总额的自然对数
	Occ	大股东占款	其他应收款/总资产
MF	管理费用率	管理费用/主营业务收入	
Year	年度虚拟变量	本文样本期间为2007~2013年,其中2007年为滞后后期,共计为6年,共设置5个虚拟变量	
Ind	行业虚拟变量	按证监会的分类标准,共13大类,样本涉及10个行业,共设9个虚拟变量	

股、B股的公司。最终得到673个观察值。

本文所使用的财务数据和市场数据均来自CSMAR数据库。为降低异常值的影响,在研究中对变量进行了1%分位及99%分位的缩尾处理。

之所以选择江苏省为研究对象,是因为江苏省的经济发达,市场化程度较高。改革开放以来,江苏省的经济发展速度一直处于全国前列,这其中重要的原因就是投资的拉动作用。2014年截至11月份,江苏全省工业投资完成18305.3亿元,同比增长10.6%,增幅比上年同期下降7.4%,与国家的整个经济形势相吻合。将市场化程度较高的江苏省作为研究对象,能较完整地反映中国资本市场债务融资与非效率投资的内在影响机理。

(二)描述性统计

表2列示了样本公司按照投资不足与过度投资分类后的描述性统计结果。从表2可以看出,观察值总数为673个,其中405个观察值显示投资不足,268个观察值显示投资过度,从而说明目前江苏省上市公司的非效率投资主要体现为投资不足,这一结论与方红星(2013)针对A股上市公司的研究结论基本一致。将表2A栏和B栏的结果进行比较可以看出,虽然大多数企业表现出投资不足(UI)的特征,但是在程度上还是过度投资(OI)更为严重,从两者的最大值和平均值来看,过度投资都比投资不足的程度要大。从资产负债率(Lev)、银行贷款(BD)、商业信用(CD)、短期债务(SD)、长期债务(LD)的表现来看,两种非效率投资形式下的差别甚微。已有数据显示,江苏省上市公司负债中主要是银行贷款和商业信用,而尤以商业信用为多,在债务期限类型上以短期债务为主。

表 2 描述性统计

A 栏:投资不足						
	最小值	最大值	平均值	中位数	标准差	样本量
UI	0.000	0.200	0.056 3	0.044	0.045	405
Lev	0.046	0.909	0.434	0.421	0.212	405
BD	0.000	0.670	0.158	0.130	0.147	405
CD	0.010	0.790	0.201	0.170	0.136	405
SD	0.000	0.650	0.133	0.100	0.131	405
LD	0.000	0.250	0.025	0.000	0.049	405
B 栏:投资过度						
	最小值	最大值	平均值	中位数	标准差	样本量
OI	0.000	0.734	0.085	0.038	0.127	268
Lev	0.047	0.910	0.490	0.503	0.212	268
BD	0.000	0.660	0.203	0.210	0.143	268
CD	0.010	0.580	0.194	0.170	0.122	268
SD	0.000	0.650	0.167	0.170	0.128	268
LD	0.000	0.270	0.036	0.010	0.055	268

(三)债务融资对非效率投资的影响

为检验债务融资对两种非效率投资类型的影响,本文从债务总额(Lev)、债务来源(BD、CD)、债务期限(SD、LD)三个方面对样本公司按照模型(2)、模型(3)、模型(4)进行多元回归分析,结果见表3。

从表3中债务总额对非效率投资影响的回归结果可以看出,Lev与投资不足及投资过度的回归系数均显著为负(分别在1%、5%的水平上显著),表明企业债务总额能够抑制过度投资,也可以缓解投资不足,H1成立。

从表3中债务来源对非效率投资影响的回归结果可以看出,银行贷款(BD)与两种非效率投资类型的回归系数显著为负(均在1%的水平上显著),商业信用(CD)与投

表3 债务融资对不同类型非效率投资的影响

	债务总额对非效率投资		债务来源对非效率投资		债务期限对非效率投资	
	投资不足	投资过度	投资不足	投资过度	投资不足	投资过度
截距	-0.066	-0.233	0.009	-0.268	0.062	-0.086
Lev	-0.427***	-0.168**				
BD			-0.318***	-0.180***		
CD			-0.124**	-0.218***		
SD					-0.292***	-0.188***
LD					-0.055	-0.019
Asset	0.130**	0.049	0.054	0.068	0.011	0.017
FCF	-0.424***	-0.092	-0.458***	-0.086	-0.475***	-0.122*
Dual	-0.003	-0.045	0.014	-0.053	0.017	-0.028
Tobin	-0.010	-0.065	0.018	-0.061	0.025	-0.043
MS	0.006	0.074	-0.011	0.074	-0.032	0.052
TOP1	0.001	0.133**	-0.023	0.136**	-0.04	0.120*
MF	0.004	-0.052	-0.029	-0.074	-0.029	-0.075
Occ	0.006	-0.08	-0.024	-0.098*	-0.035	-0.110*
Sales	0.013	0.026	-0.021	0.081	-0.046	0.005
MHSR	0.023	0.197***	0.037	0.201***	0.032	0.195***
Board	0.037	0.005	0.056	0.003	0.059	0.001
Year	控制					
Ind	控制					
AdjR ²	0.372	0.204	0.353	0.24	0.347	0.215

注:***、**、*分别表示1%、5%、10%的显著性水平,对被解释变量和解释变量进行了1%的Winsorize处理。

投资不足及投资过度的回归系数也显著为负(分别在5%、1%的水平上显著),说明这两种主要债务来源均对非效率投资发挥了治理作用,即抑制过度投资,缓解了投资不足。从两种融资来源对非效率投资的抑制程度来看,BD与投资不足回归系数的绝对值大于CD,表明银行贷款对投资不足的缓解作用更强;而CD与投资过度回归系数的绝对值大于BD,表明商业信用对投资过度的抑制作用更强,从而证明了H2和H3。

从表3中债务期限对非效率投资影响的回归结果可以看出,短期债务(SD)与投资不足及投资过度的回归系数均显著为负(均在1%的水平上显著),表明短期债务能抑制过度投资,也能缓解投资不足,验证了H4;而长期债务与两种类型的非效率投资的回归系数均不显著,说明长期债务对非效率投资没有影响,从而证明了H5。

五、研究结论及建议

本文以江苏省非金融类上市公司为研究样本,实证检验了债务融资对非效率投资的影响,得出的主要结论如

下:①债务总额可以对非效率投资发挥治理作用。②银行贷款和商业信用均对非效率投资具有抑制作用,其中银行贷款对投资不足的缓解作用更强,商业信用对投资过度的抑制作用更强。③从期限上看,债务融资对非效率投资的抑制主要是短期债务在起作用,长期债务对其没有多大影响。

研究结论表明,短期债务融资对非效率投资可以发挥很好的治理作用,且银行贷款和商业信用在抑制投资不足和投资过度两种非效率投资的治理作用上各有所侧重。因此要继续深化国有银行商业化改革,发挥银行在债务融资治理中的积极作用,着力解决中小企业融资难的问题,同时规范企业间的商业信用行为。企业要合理安排债务融资期限,可以适当提高长期债务比例。我国上市公司整体上长期债务比例较小,其实长期债务本身能对非效率投资起到很好的治理作用,但因我国上市公司的债务结构多以短期债务为主,使得这种治理效果没能体现出来。

主要参考文献

- 曾牧.企业非效率投资国内外研究综述[J].财会月刊,2011(30).
- 程新生,谭有超,刘建梅.非财务信息、外部融资与投资效率——基于外部制度约束的研究[J].管理世界,2012(7).
- 连玉君.中国上市公司投资效率研究[M].北京:经济管理出版社,2009.
- 童盼,陆正飞.负债融资、负债来源与企业投资行为——来自中国上市公司的经验证据[J].经济研究,2005(5).
- 肖珉.现金股利、内部现金流与投资效率[J].金融研究,2010(10).
- Fama E., Jensen M. C.. Agency Problems and Residual Control[J]. Journal of Law and Economics, 1983(26).
- Jensen M. C., Meckling W. H.. Theory of The Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure[J]. Journal of Financial Economics, 1976(3).
- Jensen M. C.. Agency Costs and Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers[J]. American Economic Review, 1986(76).
- Richardson S.. Overinvestment of Free Cash Flow[J]. Review of Accounting Studies, 2006(11).
- Smith J. k.. Trade Credit and Informational Asymmetry[J]. Journal of Finance, 1987(42).
- 【基金项目】江苏省科学技术厅软科学研究计划项目“江苏民营中小企业R&D投资强度和效率研究”(项目编号:BR2014007)