DOI:10.19641/j.cnki.42-1290/f.2018.20.002

上市公司财务弹性价值对企业投资的影响剖析

何红渠[1](博士生导师), 梁 柳[1], 刘际陆[2](副教授)

【摘要】以我国2008~2015年A股上市公司为样本,探讨财务弹性价值与投资规模及企业投资扭曲程度之间的关系。研究结果表明:财务弹性价值与企业投资支出水平呈显著正相关关系;存在投资扭曲现象时,财务弹性会加剧投资过度并缓解投资不足。相较于以往使用的财务弹性指数大多基于企业当期现金持有水平或财务杠杆的特性,使用财务弹性价值指标不容易受到过去财务决策的影响。研究证明了财务弹性价值对企业投资过度和企业投资不足均会产生影响,为研究财务弹性与企业融资投资决策、支付决策和风险管理决策等财务政策之间的影响机制提供了新的思路。

【关键词】财务弹性价值; 投资扭曲; 投资规模; 投资过度; 投资不足

【中图分类号】F275 【文献标识码】A 【文章编号】1004-0994(2018)20-0008-7

一、引言

现有研究表明,我国上市公司存在大量的非效率投资问题。一方面,学者们对我国上市公司非效率投资程度进行了度量,研究表明由于严重的信息不对称以及地方政府为实现增长目标而对企业投资行为的干预导致企业过度投资的现象普遍存在。另一方面,以银行为主的垄断金融体系又使国内部分企业特别是非国有企业面临着融资约束导致的投资不足[1],曾之明等[2]认为企业的投资决策对企业自由现金流以及企业受到的融资约束高度敏感。

显然,外部投资机会与融资约束会影响企业投资效率。企业要想降低对环境变化的敏感性,就必须提高内部的财务弹性。具有财务弹性的企业进入资本市场更为容易,能满足未预期的收益不足或者新增长机会产生的未来资金需求,有效地筹集资金,避免投资和绩效不佳的情况。自2008年爆发金融危机以来,财务弹性引发了新的研究热潮。财务弹性的预防性和投机性能力使企业在不确定的市场环境中能把握更多的投资机会,在受到外部冲击而陷入财务困境时能及早完成动态调整。

本文的主要贡献在于:第一,已有研究更多侧重于财务弹性研究,而对于财务弹性价值的研究较少。财务弹性水平是由当期的杠杆水平决定,剩余负债并不能解释某些企业相比其他企业保留更多融资能力的缘由。财务弹性价值指标不易受到过去财务政策的影响,使财务弹性能更好地满足未来投融资需求,因此本文深化了对财务弹性价值问题的研究。第二,厘清财务弹性价值的概念有助于对投资政策的解释,为财务弹性价值与投资政策的研究提供了新的思路和证据,也丰富了投资扭曲领域的相关研究成果。

二、理论分析与研究假设

财务弹性的概念最早属于资本结构领域,世界上大多数企业高管都认为财务弹性是企业资本结构的决定因素之一。DeAngelo等[3]、Gamba和Triantis[4]认为财务弹性是企业能够以低成本重组融资,以应

【基金项目】浙江省高校重大人文社会科学项目(项目编号:2013QN078)

对未来不确定性的能力。企业将通过保持未来的偿债能力，控制代理成本从而形成财务弹性。由于在资本市场完美假设下企业能够及时调整资本结构而不耗费任何额外成本，也无须持有现金，因此财务弹性不存在价值。但事实上，即使调整成本为零，企业达成目标杠杆的再平衡在时间上也会出现滞后[5]。财务弹性的价值取决于企业的特征，例如与处于不稳定环境中的公司相比，处于稳定的商业环境中且具有较多运营资金的企业会更不重视未来借款选择能力带来的价值[6]。学者们对于财务弹性价值的影响因素有许多不同的观点，其研究过的影响因素有外部融资约束、投资机会、外部竞争、经济环境等外部因素，也有企业代理成本、经营现金流、公司结构、公司成熟度等。

现有研究已经发现具有更高财务弹性的企业具有更高的投资—现金流敏感性。Arslan等[7]发现，在危机之前低杠杆和高现金持有的公司在危机期间有更大的投资机会，并且财务弹性较低的企业有更明显的投资—现金流敏感性。曾爱民等[8]研究发现企业的投资—现金流敏感性在融资约束较大的情况下与财务柔性水平正相关，在融资约束较小的情况下则与财务柔性水平负相关。Arslan等[9]加入生命周期因素证实了具有财务弹性的企业在危机期间更能把握住投资机会。

可以合理假设，保持财务弹性对企业投资规模具有正向影响，同等条件下财务弹性不同的企业的投资情况可能存在差异。区别于静态的、当前的财务弹性水平这一指标，财务弹性价值体现在对未来的投资考虑而灵活地进行现金储备。由此可知，拥有更多自由内源现金流和更强大的剩余负债能力而表现为高财务弹性价值的企业在当前投资中可能更倾向于激进型投资。如前文所述，在资本市场不完美的前提下，财务弹性价值高的企业融资时市场摩擦更小，故会具有相对更高的投资水平。故本文提出如下假设：

H1：财务弹性价值能促进企业投资规模扩大，即企业财务弹性价值与企业投资支出水平呈正相关关系。

管理者将内部产生的现金流投资于他们看好的项目而非进行股利分配，从而与股东产生利益冲突，可能造成投资过度。

一方面，财务弹性会通过缓解融资约束避免投资不足。啄食顺序理论指出，企业为了满足未来投资项目可能会产生的外部资金需求，应该保持其财务弹性[10]。企业的财务弹性实际上是在正常经营范围内取得的保守借款形成的剩余负债能力。由于剩余负债能力能平滑未来再融资的风险，因此也能避免投资不足。研究表明，保留偿债能力的企业在面临财务困境时有更强的发债能力[11]。董理等[12]也指出，剩余负债能力意味着企业能够在未来进行负债融资。因此，财务弹性价值高的企业显然应该体现出更低的投资不足倾向。

另一方面，过高的财务弹性可能加剧代理问题，导致投资行为的低效。由于高的财务弹性往往表现为高额现金持有，因此当股东赋予企业高的财务弹性价值，管理层出于自利动机，很可能会在投资中选择能获取更高私人收益的项目而滥用现金。此外，拥有超额现金的企业会有较高的资本支出，并且在收购方面投入更多，因此自由现金流会在一定程度上加剧过度投资。受到融资约束的影响，自由现金流不足的企业会出现投资不足的情况，而自由现金净流量为正的企业会进行超出预期的投资[13]。由此，本文提出如下假设：

H2a：财务弹性能缓解企业的投资不足，表现为财务弹性价值更高的企业投资不足程度更低。

H2b：高财务弹性价值会加剧企业的投资过度，表现为财务弹性价值更高的企业投资过度程度更高。

三、研究设计

（一）样本选择与数据来源

考虑到2007年现行会计准则的实施对指标的影响，本文选取2008～2015年我国A股市场上市公司作为样本，并借鉴已有研究的做法对数据进行筛选：①剔除金融、保险、房地产行业公司；②剔除样本期间上市的公司；③剔除样本期间ST类公司和已退市企业；④剔除同时发行B股、H股的公司；⑤删除数据存在缺失的样本。鉴于部分财务指标使用了滞后变量，本文研究还包括2007年企业财务数据。最终得到892个样本企业的7136个观测值。样本企业数据来自CSMAR国泰安数据库和CCER经济金融数据库，本文数据预处理、描述性统计及多元回归分析均采用EXCEL及STATA 14完成。为避免极端值对结果的异常影响，使用STATA 14对企业层面的连续变量进行了1%和99%水平上的缩尾处理。

（二）模型设计与变量定义

1. 财务弹性价值。参考Gamba、Triantis[4]关于建立财务弹性价值的思路，上市公司的财务弹性价值

体现在五项决定因素（成长机会、盈利能力、现金持有成本、外部融资成本和资本可逆性）上，通过影响企业预期外现金持有额进而影响企业的超额收益。具体方式如下：

（1）确定在财务弹性价值的衡量过程中决定因素的权重。为此，借鉴Rapp等[13]的研究创建以下回归模型估计出预期外现金变动对上市公司股票超额收益率的影响：

$$r_{i,t}-R^{B}_{i,t}=\gamma_0+\gamma_1\triangle C_{i,t}+\gamma_2 SGR_{i,t}+\gamma_3\triangle E_{i,t}+\gamma_4 T_{i,t}+\gamma_5 Z_{i,t}+\gamma_6 Tang_{i,t}+\gamma_7 SGR_{i,t}\times\triangle C_{i,t}+\gamma_8\triangle E_{i,t}\times\triangle C_{i,t}+\gamma_9 T_{i,t}\times\triangle C_{i,t}+\gamma_{10} Z_{i,t}\times\triangle C_{i,t}+\gamma_{11} Tang_{i,t}\times\triangle C_{i,t}+\Sigma Control+\Sigma Industry+\Sigma Year+\varepsilon_t \quad (1)$$

该模型同时控制了净资产、研发费用、利息费用、普通股现金股利的变动额以及资产负债率和筹资活动产生的现金流量净额、行业及年度虚拟变量等变量。主要变量定义及计量见表1。

表1　　模型（1）主要变量定义及计量

变量类型	变量名称	代码	定义
被解释变量	股票超额收益率	$r_{i,t}-R^{B}_{i,t}$	$r_{i,t}$为个股收益率；$R^{B}_{i,t}$为以市场收益率代替的基准收益
解释变量	预期外现金变动	$\triangle C_{i,t}$	借鉴Almeida等[14]的方法衡量预期外现金变动，并除以上期股票市值
	成长机会	$SGR_{i,t}$	年平均销售增长率
	盈利能力	$\triangle E_{i,t}$	息税折旧摊销前收入/上期股票市值
	现金持有成本	$T_{i,t}$	企业所得税率比，即企业平均税率=（所得税/税前利润）/行业税率平均值
	外部融资成本	$Z_{i,t}$	借鉴马春爱[15]的研究采用Z分值来衡量外部融资成本
	资本可逆性	$Tang_{i,t}$	固定资产/总资产

通过式（1）可知，解释变量$\triangle C_{i,t}$对$r_{i,t}-R^{B}_{i,t}$的影响反映了预期外的现金变动导致的企业价值变化。观察预期外现金变动对超额收益率的偏效应，可以得出财务弹性价值的各个影响因素是如何通过影响预期外现金持有影响企业超额收益的。假定现金持有增加时，企业产生正的超额收益，而某一因素对此过程产生正的影响，则可以认为此因素对财务弹性价值的影响为正。如前文所述，财务弹性价值指标的定义即为其决定因素在资本市场对现金持有变动的反应过程中产生的调节效应总和。

（2）以上述五个决定因素（解释变量）的加权平均数来衡量财务弹性价值VOFF。参考Rapp等[13]的方法创建以下回归模型得到财务弹性价值指标VOFF，见式（2）。其中，各指标系数即为式（2）中交互项的待估参数$\gamma_7\sim\gamma_{11}$，加上$\triangle C_{i,t}$的参数γ_1。

$$VOFF_{i,t}=\gamma_1+\gamma_7 SGR_{i,t}+\gamma_8\triangle E_{i,t}+\gamma_9 T_{i,t}+\gamma_{10} Z_{i,t}+\gamma_{11} Tang_{i,t} \quad (2)$$

2. *投资扭曲程度*。本文参照Richardson[16]、张会丽等[17]、胡建雄等[18]的研究方法，构建实际投资水平的回归方程如下：

$$Inv_{i,t}=\theta_0+\theta_1 Asset_{i,t-1}+\theta_2 L_{i,t-1}+\theta_3 TobQ_{i,t-1}+\theta_4 Age_{i,t-1}+\theta_5 Return_{i,t-1}+\theta_6 C_{i,t-1}+\Sigma Industry+\Sigma Year+\varepsilon_t \quad (3)$$

其中：被解释变量$Inv_{i,t}$为实际投资水平，实际投资水平=（购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金－处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金）/总资产。$Asset_{i,t-1}$为资产规模，以总资产的自然对数来衡量。$L_{i,t-1}$为资产负债率，$TobQ_{i,t-1}$为托宾Q值，$Age_{i,t-1}$为公司上市年限，$Return_{i,t-1}$为股票回报率，$C_{i,t-1}$为现金持有水平。Industry和Year为行业及年度虚拟变量。

由式（3）得出实际投资水平$Inv_{i,t}$与预测投资水平之间存在的差值，残差ε_t即为投资扭曲程度Invdis。当Invdis>0时，表现为投资过度；当Invdis<0时，表现为投资不足。

3. *财务弹性价值与企业投资行为*。将财务弹性价值指标VOFF与投资支出、投资扭曲程度Invdis等分别进行线性回归。参考过往文献的做法，控制现金持有水平、资产规模、资产负债率、托宾Q值、现金股利变动值等变量。

$$Inv_{i,t}/Invdis=\theta_0+\theta_1 VOFF_{i,t-1}+\theta_2 C_{i,t-1}+\theta_3 Asseti_{,t-1}+\theta_4 L_{i,t}+\theta_5 TobQ_{i,t-1}+\theta_6\triangle D_{i,t}+Industry+Year+\varepsilon_t \quad (4)$$

四、实证结果及分析

（一）变量测量

1. *财务弹性价值指标的构建*。表2列示了财务弹性价值VOFF计算过程中使用的变量的描述性统计结果。2008～2015年年平均销售增长率为13%，中位数为10%，说明我国沪深两市上市公司增长机会有增有减，总体稳步上升。息税折旧摊销前收入占上期股票市值比率年平均增长1%，表明金融危机过后企业总体盈利。持有现金的有效成本总体接近1，但

也有一部分数值较高，说明这部分企业可在税前利润中扣除的利息收入更少，因此具有高的现金持有成本。固定资产占比均值为28%，不同行业差距较大。

表 2　财务弹性价值构建过程主要变量描述性统计

变量	mean	sd	min	median	max
$r_{i,t}-R^B_{i,t}$	0.120	0.490	−0.740	0.020	1.670
$\triangle C_{i,t}$	0.000	0.080	−0.210	−0.010	0.400
$SGR_{i,t}$	0.130	0.280	−0.340	0.100	1.080
$\triangle E_{i,t}$	0.010	0.050	−0.140	0.010	0.250
$T_{i,t}$	1.010	0.950	−2.720	0.940	4.620
$Z_{i,t}$	5.330	6.540	0.410	3.350	44.500
$Tang_{i,t}$	0.280	0.170	0.010	0.250	0.770

采用混合回归和面板数据回归分析之后，F检验p值=0.0002，Hausman检验p值=0.0000，拒绝混合回归模型以及随机效应模型，表明回归方程(1)应该采用固定效应模型，各变量回归结果见表3。

表 3　财务弹性价值构建过程回归结果

变量	$r_{i,t}-R^B_{i,t}$	标准误	t	Sig.
$\triangle C_{i,t}$	0.656***	0.071	9.26	0.000
$SGR_{i,t}$	0.078***	0.021	3.77	0.000
$\triangle E_{i,t}$	1.492***	0.115	12.94	0.000
$T_{i,t}$	0.011**	0.005	−2.10	0.036
$Z_{i,t}$	0.038***	0.002	22.80	0.000
$Tang_{i,t}$	0.111*	0.006	1.68	0.092
$SGR_{i,t}\times\triangle C_{i,t}$	−0.498***	0.150	−3.32	0.001
$\triangle E_{i,t}\times\triangle C_{i,t}$	1.654***	0.623	2.65	0.008
$T_{i,t}\times\triangle C_{i,t}$	−0.020	0.032	−0.63	0.528
$Z_{i,t}\times\triangle C_{i,t}$	0.050***	0.010	5.12	0.000
$Tang_{i,t}\times\triangle C_{i,t}$	−0.554***	0.206	−2.69	0.007
常数项	−0.421***	0.128	−3.28	0.001
Industry	控制			
Year	控制			
N	7136			
R^2	0.331			

注：*、**、***分别表示在10%、5%、1%的置信水平上显著；篇幅所限，没有报告各控制变量的回归情况。下同。

由于现金持有是保持财务弹性最重要、最灵活的财务手段，本文预期资本市场对现金持有变动的反应取决于企业财务弹性的价值。由表3可知，预期外现金变动与股票超额收益率的相关性高度显著，回归系数为0.656。除了持有现金的有效成本$T_{i,t}$与预期外现金持有量变动$\triangle C_{i,t}$的交互项，其余交互项均与股票超额收益率高度显著，表明财务弹性与预期外现金变动的相关性较高。

$SGR_{i,t}\times\triangle C_{i,t}$的系数为−0.498且通过显著性检验，与Rapp等[13]的研究结论不同，这可能是由于对于拥有更多成长机会的企业而言，其扩大市场规模的需求更为强烈，因此财务弹性的价值相对较低。$\triangle E_{i,t}\times\triangle C_{i,t}$的系数为1.654且通过显著性检验，表明企业盈利能力的高波动性会提升财务弹性的价值。如果企业拥有相对稳定的盈利能力，则在面对外部冲击造成的外部融资困境时可以通过内部产生的经营现金流缓解压力，财务弹性的价值也得不到体现。

$T_{i,t}\times\triangle C_{i,t}$的系数为−0.020，但并不显著，表明持有现金的有效成本越高，收入就会在企业层面上被越多地征税，则企业的财务弹性价值越低。假设企业处于无税环境或者税收结构不会对企业持有现金产生不利影响，企业流动性政策就能减轻外部融资成本的影响，即企业只要储备现金就能灵活投资。Gamba、Triantis[4]在研究中使用企业所得税与中等收入家庭的平均个人所得税之比作为现金持有成本的代理变量，但由于我国暂无明确的中产阶级划分标准，本文基于数据可获取性考虑，采用企业所得税率比作为持有现金有效成本的代理变量，可能对显著性产生一定影响。

$Z_{i,t}\times\triangle C_{i,t}$的系数为0.050且显著，表明外部融资成本越高，外部融资越困难，此时企业的财务弹性越能突显边际投资的价值。

$Tang_{i,t}\times\triangle C_{i,t}$的系数为−0.554，表明预期更高的资本可逆性将降低财务弹性的价值，这是因为资本可逆性更高的企业有着更强的固定资产变现能力，能够以较低的折扣快速出售其资产的企业更少地依赖企业本身的财务弹性。

表4为建立回归模型后，根据方程(2)计算得出的财务弹性价值。财务弹性价值的均值为0.690，中位数为0.630。由极值和标准差可以看出，不同企业之间的财务弹性价值有较大的不同。

表 4　财务弹性价值描述性统计

变量	mean	sd	min	median	max
$VOFF_{i,t}$	0.690	0.370	−0.410	0.630	3.310

2. 投资扭曲程度指标的构建。对投资扭曲程度回归方程采用混合回归和面板数据回归分析，F检验p值=0.0000，Hausman检验p值=0.0000，拒绝混合回归模型以及随机效应模型，表明方程(3)应该采

用固定效应模型。回归结果见表5。

表5　　投资扭曲指标构建过程回归结果

变量	$r_{i,t}-R^{B}_{i,t}$	标准误	t	Sig.
$Asset_{i,t-1}$	−0.008***	0.002	−4.66	0.000
$L_{i,t}$	−0.037***	0.006	−6.21	0.000
$TobQ_{i,t-1}$	0.001	0.001	0.74	0.460
$Age_{i,t-1}$	−0.004**	0.002	−2.32	0.021
$Return_{i,t-1}$	0.004***	0.001	3.88	0.000
$C_{i,t-1}$	0.092***	0.007	13.55	0.000
常数项	0.221***	0.037	5.99	0.000
Industry	控制			
Year	控制			
N	6984			
R^2	0.187			

表6为模型残差统计结果，残差大于0即表现为投资过度的样本有3171个，占总样本的45.4%，残差小于0即表现为投资不足的样本有3813个，占总样本的54.6%，而残差为0的观测值在样本中不存在。由于我国上市公司投资决策受到管理者风险偏好、信息不对称、政府干预等多种内外部因素影响，且各因素对投资的作用方向并不一致，因此判断投资扭曲是过度还是不足应当综合考虑各种情况。

从表5可以看出研究样本中投资不足的现象比投资过度更为普遍，但投资过度程度更加严重，表现为其均值绝对值0.040大于投资不足的均值绝对值0.030。

表6　　投资扭曲程度描述性统计

变量	N	ratio	mean	min	p50	max
Invdis=0	0	0	0	0	0	0
Invdis>0 投资过度	3171	0.454	0.040	0	0.030	0.230
Invdis<0 投资不足	3813	0.546	−0.030	−0.180	−0.030	0

（二）财务弹性价值对企业投资影响的回归结果

将总样本中财务弹性价值最高的1/3作为研究样本，并将剩余样本随机分为两组，表7为研究样本与随机样本中投资支出的描述性统计。由表7可以看出，研究样本的均值和中位数都明显高于总样本和随机样本，初步说明财务弹性价值高的企业其投资支出规模会大于财务弹性价值低的企业，为下文分组回归的结果奠定了基础。此外，由表8可以看出，研究样本与随机样本1、随机样本2存在显著差异，而两组随机样本的投资支出均值和中位数不存在显著差异，说明本文的结论不受随机样本选择的影响，且随机样本的选择较为合理。

表7　研究样本与随机样本中投资支出描述性统计

变量（$Inv_{i,t}$）	N	ratio	mean	min	p50	max
研究样本	2064	33.33%	0.0438	−0.0288	0.0309	0.2450
随机样本1	2064	33.33%	0.0549	−0.0288	0.0424	0.2450
随机样本2	2064	33.33%	0.0553	−0.0288	0.0415	0.2450

表8　　投资支出的分组样本差异检验

	均值比较t值	P值	中位数比较Z值	p值
研究样本vs随机样本1	7.5652	0.0000	9.4080	0.0000
研究样本vs随机样本2	7.7141	0.0000	8.7770	0.0000
随机样本1vs随机样本2	−0.3082	0.7580	0.5370	0.5915

由表9的总样本回归结果可以看出，在总样本中财务弹性价值与投资支出呈正相关关系，回归系数为0.010。在总样本、研究样本与两个配对样本中这种正相关性均非常显著。这表明H1成立，财务弹性价值能促进企业的投资行为，股东赋予企业的财务弹性价值越高，对企业的投资支出的有力支撑越强。研究样本和随机样本的分组回归结果相同，说明研究样本的选择并不会影响财务弹性价值对投资规模的正向效应，体现了文章结论的稳健性。

考察财务弹性价值与投资扭曲程度之间的关联，结果见表10。由表10可以看出，全样本投资扭曲程度的绝对值|Invdis|与VOFF显著正相关，即财务弹性价值越高，投资扭曲程度越大。这与本文的预期不符，可能的解释在于本文研究样本中，财务弹性价值引起的代理成本对企业投资效率的影响程度超过了财务弹性价值对企业财务困境的缓解程度。

为了验证H2即财务弹性价值对投资扭曲的影响，根据描述性统计结果将样本公司划分为总样本、投资过度和投资不足三组以进行分组回归，结果同见表10。

当Invdis>0时，表现为投资过度；当Invdis<0时，表现为投资不足。从表10的结果可以得知，投资过度程度与财务弹性价值显著正相关，即财务弹性价值越高，投资过度程度越高。这可能是由于财务弹性价值高的企业更容易出现代理问题，其更充裕的

表 9　财务弹性价值对投资规模的影响分组回归结果

变量	$Inv_{i,t}$投资支出			
	总样本	研究样本	研究样本+随机样本1	研究样本+随机样本2
$VOFF_{i,t-1}$	0.010*** (0.003)	0.011*** (0.003)	0.009*** (0.003)	0.010*** (0.003)
$C_{i,t-1}$	0.020*** (0.006)	0.007 (0.009)	0.018** (0.008)	0.021** (0.009)
$Asset_{i,t-1}$	−0.009*** (0.002)	−0.011*** (0.002)	−0.011*** (0.002)	−0.005*** (0.002)
$L_{i,t}$	0.007 (0.006)	0.011 (0.009)	0.016** (0.008)	0.013* (0.008)
$TobQ_{i,t-1}$	0.002** (0.001)	0.0001 (0.001)	0.001 (0.001)	0.001 (0.001)
$\triangle D_{i,t}$	−0.068 (0.065)	−0.022 (0.083)	−0.053 (0.083)	−0.011 (0.086)
Industry	控制	控制	控制	控制
Year	控制	控制	控制	控制
常数项	0.226*** (0.043)	0.269*** (0.056)	0.235*** (0.057)	0.152*** (0.056)
N	6194	2064	4128	4128
R^2	0.135	0.131	0.104	0.120
F	6.90***	3.50***	12.88***	15.28***

注：括号内为标准误，下同。

现金储备和更轻的负债偿还压力会促进管理者在决策时倾向于冒险性行为。投资不足程度与财务弹性价值显著负相关，表明财务弹性价值越高，投资不足程度越低。这种财务弹性的价值体现为，更加充裕的现金流储备避免了财务困境，减轻了由于缺乏融资机会而导致的投资不足。

（三）稳健性检验

为保证研究结论的可靠性，本文以购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金支出作为原Inv的替代变量进行稳健性检验。回归结果如表11所示。改变投资水平与投资扭曲程度的计量方式后，回归系数显著性无明显变化，这表明本文的研究结论不受投资估计方法的影响。

五、研究结论

要想缓解在不确定环境下的投资扭曲，就需要减少对外部融资的依赖性，提高企业的财务弹性。本文从财务弹性的五个决定因素出发，提出了财务弹性价值的代理变量，并探讨企业财务弹性价值对投资行为的影响。以上市公司为研究样本，通过考察超额收益与超额现金持有之间的关系得出财务弹性

表 10　财务弹性价值对投资扭曲程度的影响分组回归结果

变量	|Invdis| 投资扭曲程度	Invdis>0 投资过度	Invdis<0 投资不足
$VOFF_{i,t-1}$	0.005*** (0.002)	0.009** (0005)	−0.003** (0.001)
$C_{i,t-1}$	0.015*** (0.004)	0.008 (0.009)	0.029*** (0.004)
$Asset_{i,t-1}$	−0.008*** (0.001)	−0.012*** (0.002)	0.007*** (0.001)
$L_{i,t}$	−0.003 (0.005)	0.026*** (0.010)	0.028*** (0.004)
$TobQ_{i,t-1}$	0.000 (0.000)	0.002 (0.001)	−0.000 (0.000)
$\triangle D_{i,t}$	−0.154*** (0.048)	−0.182** (0.047)	0.084* (0.047)
Industry	控制	控制	控制
Year	控制	控制	控制
常数项	0.205*** (0.028)	0.301*** (0.057)	0.188*** (0.026)
N	6984	3171	3813
R^2	0.048	0.058	0.122
F	10.14***	5.52***	13.86***

表 11　稳健性检验结果

变量	$Inv_{i,t}$ 投资支出	|Invdis| 投资扭曲程度	Invdis>0 投资过度	Invdis<0 投资不足
$VOFF_{i,t-1}$	0.009*** (0.003)			
$VOFF_{i,t}$		0.004** (0.002)	0.008* (0005)	−0.002** (0.001)
$C_{i,t-1}$	0.023*** (0.006)	0.014*** (0.004)	0.005 (0.009)	−0.026*** (0.004)
$Asset_{i,t-1}$	−0.010*** (0.002)	−0.008*** (0.001)	−0.012*** (0.003)	0.008*** (0.001)
$L_{i,t}$	0.006 (0.006)	−0.002 (0.004)	0.028*** (0.010)	0.026*** (0.004)
$TobQ_{i,t-1}$	0.002** (0.001)	0.001* (0.000)	0.002** (0.001)	−0.001 (0.000)
$\triangle D_{i,t}$	−0.059 (0.064)	−0.145*** (0.047)	−0.220** (0.091)	0.109** (0.044)
Industry	控制	控制	控制	控制
Year	控制	控制	控制	控制
常数项	0.256*** (0.042)	0.205*** (0.028)	0.301*** (0.057)	0.188*** (0.026)
N	6210	7007	2949	3658
R^2	0.148	0.050	0.063	0.146
F	31.57***	10.61***	5.50***	16.29***

价值，并将财务弹性价值与投资支出水平和投资扭曲程度进行回归。研究结果表明，财务弹性价值对投资规模的扩大具有明显的促进作用，表现为与企业投资支出水平呈显著正相关关系，即财务弹性价值越高的企业其投资支出水平越高。在投资扭曲现象中，财务弹性会加剧投资过度，从而缓解投资不足，整体上财务弹性价值越高的企业过度投资的倾向越强。

相较于以往文献从现金持有和财务杠杆两个方面衡量财务弹性的做法，本文度量方式更为全面，且不容易受过去的财务政策影响，为研究财务弹性与企业融资投资决策、支付决策和风险管理决策等财务政策之间的影响机制提供了新的思路。对财务弹性价值与投资行为之间的研究也提出了进一步的佐证。基于研究结果，对于投资不足的企业而言，更大的财务弹性有利于增加企业的现金流和增强企业的剩余负债能力，过度投资的企业则需要适度调整企业的财务弹性。本文的局限在于，受限于数据的可获取性，选取的部分决定因素的代理变量还存在一定的改进空间。

主要参考文献：

[1] 刘银国，焦健，张琛. 股利政策、自由现金流与过度投资——基于公司治理机制的考察[J]. 南开管理评论，2015(4)：139～150.

[2] 曾之明，汪晨菊，张琦. 金融发展对中国中小板上市公司融资约束的影响[J]. 财经理论与实践，2017(4)：15～20.

[3] DeAngelo H., DeAngelo L.. Capital structure, payout policy, and financial flexibility[R]. University of Southern California Working Paper, 2009.

[4] Gamba A., Triantis A.. The value of financial flexibility[J]. Journal of Finance, 2008(5)：2263～2296.

[5] Fazzari S. M., Hubbard R. G., Petersen B. C., et al.. Financing constraints and corporate investment[J]. Brookings Papers on Economic Activity, 1988(1)：141～206.

[6] Killi A. M., Rapp M. S., Schmid T.. Can financial flexibility explain the debt conservatism puzzle? Cross-country evidence from listed firms[R]. Technische Universitat München Working Paper, 2011.

[7] Özgür Arslan, Florackis C., Ozkan A.. How and why do firms establish financial flexibility[R]. Hull University Working Paper, 2008.

[8] 曾爱民，魏志华. 融资约束、财务柔性与企业投资—现金流敏感性——理论分析及来自中国上市公司的经验证据[J]. 财经研究，2013(11)：48～58.

[9] Özgür Arslan, Florackis C., Ozkan A.. Financial flexibility, corporate investment and performance: Evidence from financial crises[J]. Review of Quantitative Finance & Accounting, 2014(2)：211～250.

[10] Jensen M. C.. Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers[J]. The American Economic Review, 1986(2)：323～329.

[11] Jong A. D., Verbeek M., Verwijmeren P.. Does financial flexibility reduce investment distortions?[J]. Journal of Financial Research, 2012(2)：243～259.

[12] 董理，茅宁. 超额现金持有、管理决断权与投资扭曲——财务柔性视角下剩余负债能力的影响效应研究[J]. 当代经济科学，2016(2)：94～102.

[13] Rapp M. S., Schmid T., Urban D.. The value of financial flexibility and corporate financial policy[J]. Journal of Corporate Finance, 2014(29)：288～302.

[14] Almeida H., Campello M., Weisbach M. S.. The cash flow sensitivity of cash[J]. Journal of Finance, 2004(4)：1777～1804.

[15] 马春爱. 企业财务弹性指数的构建及实证分析[J]. 系统工程，2010(10)：61～66.

[16] Richardson S.. Over-investment of free cash flow[J]. Review of Accounting Studies, 2006(2-3)：159～189.

[17] 张会丽，陆正飞. 现金分布、公司治理与过度投资——基于我国上市公司及其子公司的现金持有状况的考察[J]. 管理世界，2012(3)：141～150.

[18] 胡建雄，茅宁. 债务来源异质性对企业投资扭曲行为影响的实证研究[J]. 管理科学，2015(1)：47～57.

作者单位：1.中南大学商学院，长沙410083；2.台州学院经贸管理学院，浙江台州318000