

债务期限结构对过度投资的影响研究

——基于非金融类上市公司的数据

胡 杰

(南京财经大学 金融学院,江苏 南京 210002)

[摘要] 债务期限结构对公司治理绩效有着非常重要的影响,通过就 948 家 A 股非金融类上市公司债务期限结构对过度投资的影响进行实证分析后发现:从债务期限结构治理功能的静态视角来看,债务期限结构可以减少“内部人”的资产替代行为,抑制过度投资,进而有利于保护投资者的利益;股权结构同债务期限结构的“组合机制”可以有效抑制企业的过度投资行为;随着市场化程度的深入,债务期限结构的治理绩效得到逐步优化;随着自由现金流水平的提高,公司过度投资行为会变得更加严重。

[关键词] 债务期限结构;过度投资;公司治理绩效;债务契约;股权结构;现金流量;公司融资决策

[中图分类号] F272 **[文献标识码]** A **[文章编号]** 1672-8750(2014)01-0070-08

公司治理是实务界和理论界共同关注的焦点问题,合理的公司治理体系应该是一个由一套外部机制和内部机制相互嵌套而构成的制衡系统。作为公司外部治理机制的一个重要环节,债务契约对于公司治理绩效的实现有着不可替代的重要意义。债务期限结构凭借其到期还本付息的规定约束着债务人和债权人在公司中的控制权和剩余索取权,从而债务期限结构成为公司融资决策中一个非常重要的部分,其对公司治理绩效有着非常重要的影响。

一、文献述评

(一) 国外相关文献

Williamson 认为,债务契约不仅是重要的融资方式,而且也是公司治理的关键手段之一,这一观点在后续的研究中得到了证实和发展^[1]。Lang 等认为,债务契约在市场环境、法律环境完备的情况下可以发挥财务约束、破产威胁和相机治理的作用,并且能够降低决策成本,约束管理层无效的决策,平衡治理结构主体间的利益,从而有利于公司绩效的提高^[2]。Bolton 和 Myers 等人以代理理论为基础研究了债务期限结构的公司治理功能,认为企业发行短期债务可以有效抑制股东的投资不足行为^[3-4]。Barnea 等指出,由于短期债务使得公司经常面临还本付息的压力,从而迫使股东必须控制其偏好风险的动机,因此短期债务可以减轻资产替代、抑制过度投资和提高公司治理效率^[5]。Jensen 认为,与长期债务相比较,短期债务更能有效地缓解过度投资问题,进而提高公司的治理效率^[6]。Hart 和 Moore 以不完全合同理论为基础研究债务期限的公司治理问题,结果表明长期债务的治理效应主要表现为防止公司经理对投资的无效率扩张,而短期债务的治理效应则体现为约束经营者对自由现金流量的随意决定权^[7]。Gale 和 Hellwig 的研究指出,最优债务契约的条件是借贷双方可以激励相容,此时缔约双方签订的债务契约所对应的经济运行可以达到“核均衡”状态^[8]。

[收稿日期] 2013-05-14

[基金项目] 国家自然科学基金项目(11101205)

[作者简介] 胡杰(1975—),男,江西赣州人,南京财经大学金融学院讲师,博士,主要研究方向为公司金融。

债务契约和债务期限发挥作用的渠道具体包括三个方面:第一,债务期限对管理层代理成本具有抑制效应。当公司拥有较多的自由现金流时,公司就会产生过度投资趋向,即公司会将这部分自由现金流投资于净现值为负的项目上。由于短期债务的到期还债时间短,这会增加公司发生财务危机的可能性,因此短期债务在一定程度上可以抑制经理人对公司自由现金流的滥用,控制其过度投资行为,进而提高公司治理水平和公司绩效。第二,债务期限对股东的资产替代行为具有抑制效应。由于股东在企业债务融资中承担的责任有限,因此股东在进行投资决策时会将债务资金转向高风险高收益的投资项目而放弃低风险低收益的投资项目,这种行为被称为资产替代,它是企业债务融资引起的一种代理成本。与长期债务相比,短期债务对企业价值的风险变动相对不敏感,故短期债务可以有效抑制股东的资产替代行为。第三,债务期限具有信号传递效应。长期债务的大债权人,特别是机构债权人的存在可以减少信息不对称,从而催生金融中介的监督作用以及附带的治理效应。

综上所述,国外的理论和实证研究表明,作为债务契约的重要特征,债务期限结构具有一定的公司治理功能,可以减少管理层的资产替代行为、抑制过度投资、保护债权人利益。

(二) 国内相关文献

国内关于公司债务期限结构的研究多以实证研究为主。肖作平实证检验了影响中国上市公司债务期限结构的因素,结果发现企业市场价值与账面价值的比例、公司规模、固定资产比例和加权平均资产期限都显著地影响我国上市公司的债务期限结构^[9]。袁卫秋认为,当企业经理以融资成本最小化为目标时,债务期限结构的确定是企业对短期债务的优势和缺陷进行权衡的结果,他还提出了债务期限结构的权衡思想^[10]。肖作平和廖理基于代理成本视角实证检验了“在中国债权人法律保护较弱的背景中大股东是否会影响公司的债务期限结构选择”这一问题,结果表明大股东对债务期限结构的选择具有显著影响,第一大股东持股比例与公司债务期限显著负相关,少数大股东持股集中度与公司债务期限显著正相关^[11]。胡元木等基于面板数据模型研究了我国上市公司债务期限结构的影响因素,结果显示负债权益比率是影响我国上市公司债务期限结构的重要变量,成长机会、实际所得税率对债务期限结构没有影响,固定资产与总资产的比重与债务期限正相关^[12]。

债务契约和债务期限结构能否真正发挥公司治理作用是一个经验性的命题,国内已有一些学者对债务契约和债务期限结构的治理绩效进行了研究,但并未得到一致结论。陈建勇等研究发现,当以短期债务为主导型的债务期限结构使上市公司面对较高或中等风险项目时,公司会表现出过度投资倾向;而当面对低风险项目时,公司则会表现出投资不足倾向^[13]。黄桂海和宋敏认为债务治理机制在中国当前的制度背景下发挥的作用微弱^[14]。田利辉研究发现,债务融资不仅没有提升和加强公司治理,反而增加了公司治理的代理成本^[15]。董黎明实证检验了不同期限的银行信贷资金对企业微观融资效率的影响,结果发现短期债务资金与融资效率之间显著负相关^[16]。另外,有研究认为债务契约可以有效地优化整个公司治理系统。汪辉认为,我国的债务融资契约发挥着传递公司业绩信号、增加公司价值和加强公司治理的作用^[17]。胡奕明等研究发现,作为大贷款人的银行对公司治理具有一定的监督作用^[18]。梅波在解决了内生性问题和控制相关变量后研究发现,债务期限对公司绩效具有正效应,即长期债务的增加有利于企业价值的提升^[19]。陶晓慧认为,通过增加还本付息的压力以及启动重新谈判的机制,短期负债可以适度控制管理层以资产替代来侵害债权人利益和过度投资的行为^[20]。

另外,学者们还从不同视角对上市公司的过度投资问题进行了研究。Richardson 构建了一个投资效率模型对过度投资与自由现金流之间的经验关系进行了实证分析^[21]。李维安等则从公司治理视角分析了公司治理与过度投资行为之间的关系^[22]。罗进辉等从大股东治理视角分析了管理当局的过度投资行为^[23]。王彦超发现,在无融资约束的情况下,持有超额现金的上市公司往往会出现过度投资行为^[24]。杜兴强等分析了政治关联与过度投资之间的关系^[25]。

事实上,债务契约和债务期限的治理机制在我国经济转型期的表现形式十分复杂。第一,完备的市场机制和法律环境是债务融资能够发挥其治理功效的前提,因为法律执行环节的薄弱容易导致债务契约的治理机制出现异化。第二,在我国,债务契约具有明显的非市场化特征,银行仍然存在预算软约束行为,非经济因素(如政府力量)对债务契约执行的干预作用明显。本文认为,尽管在我国债务契约的激励约束条款存在显著的“非市场化”特征,但其在优化公司治理绩效方面仍然可以起到“内在调节器”的作用,而且债务契约和债务期限同其他公司治理指标(如股权结构、股权集中度、企业属性和行业分布)嵌套和耦合在一起会对债务治理绩效产生显著影响。

综上所述,学者们就公司的债务期限结构以及过度投资问题都进行了相关研究,但就公司债务期限结构对过度投资行为影响的研究却并不多见。债务融资期限结构内生于既有的治理结构和市场环境,其治理绩效自然会深受上述环境的影响,有鉴于此,本文拟基于我国的体制背景对公司的债务期限结构和过度投资问题进行探讨,以探究在外部环境逐步完善过程中债务期限结构发挥公司治理功能的动态变迁路径。

二、研究假设

La porta 等的研究表明,当法律体系不完善时,外部投资者的利益就可能被“内部人”轻易掠夺,也就是说,法律保护能够限制“内部人”掠夺利益的可能性和方式^[26]。Klapper 和 Love 研究发现,强有力的投资者保护机制可以有效地抑制内部人的侵占行为,有利于保证投资者合理地获得企业利润^[27]。Fan 等研究发现,公司债务期限结构受到法律体系的影响,经济越落后、法律保护越差的国家,其相关制度越不完善,债务期限也越短^[28]。在我国,法律的完备性和执行力方面都存在着较多缺陷,这使得“内部人”通过资产替代和过度投资侵害债权人利益的行为时有发生。例如,我国《公司法》中没有明确规定控股股东应对债权人承担信托责任,这使得债权人的利益较少为大股东所考虑;我国《破产法》颁布已有二十年的历史,但上市“壳”资源的短缺、地方政府的扶持等原因使得我国上市公司的破产机制难以启动。Demirguc-Kunt 和 Maksimovie 研究发现,在法律体系有效的国家中,大公司的长期债务在总债务中所占比重更大;当法律体系无效或使用成本较高时,由于短期债务融资可以减少借款人掠夺债权人利益的可能性,因此短期债务融资的可能性高于长期债务^[29]。在我国对债权人法律保护较弱的制度背景下,为了控制违约风险和保障自身利益,债权人将更多地选择短期债务,这也是我国企业债务期限结构以短期债务为主的原因之一。

有效投资是公司成长的主要动因,但管理层的目标通常不是公司价值最大化,即他们不一定会做出最优的投资决策,相反,使用自由现金流进行过度投资是管理层谋取私利的重要手段。江伟和沈艺峰的研究表明,我国上市公司普遍存在通过过度投资侵害债权人利益的现象^[30]。俞红海等基于投资行为视角,采用动态模型对控股股东侵占与公司治理问题进行了研究,结果发现股权集中度、控股股东的存在都会导致公司过度投资,自由现金流水平对过度投资具有正向影响,公司治理机制的改善可以有效抑制过度投资^[31]。何源等通过建立负债融资对大股东过度投资行为的相机治理模型研究发现,负债融资可以控制控股股东的过度投资行为,控股股东持股比例越高,其因谋取私利而引发的过度投资趋向就越弱^[32]。栾天虹和唐勇认为内部人股权结构可以作为反映公司治理的一个很好信号,较高的股权比例有利于减少股东与债权人之间的代理成本,进而有利于减少过度投资^[33]。曾春华和杨兴全研究发现,财务杠杆对上市公司的过度投资行为具有明显的抑制作用,从而会对公司绩效起到正面影响^[34]。

本文认为引发我国上市公司“内部人”通过过度投资行为来侵害债权人利益的原因有:一是地方政府通过对地方国有企业的控制和干预来加大投资;二是国有企业的多元化目标和预算软约束助长了其过度投资行为;三是控股股东通过过度投资来进行利益输送;四是管理层对最大化控制权收益具有过度负债和过度投资倾向。也就是说,管理层、控股股东、国有企业和地方政府四方面的行为导致

了我国上市公司普遍存在过度投资问题,甚至有上市公司采取激进的债务融资决策,这不仅增加了债务违约风险,而且损害了债权人的利益。

由以上分析可知,我国上市公司中普遍存在过度投资现象,这在国有企业中表现得尤为明显。考虑到我国现有的制度背景,本文认为缩短债务期限可能是债权人控制信贷风险、保护自身利益的重要手段。据此,本文提出假设 1 和假设 2。

H₁: 过度投资与债务期限结构正相关。

H₂: 股权结构同债务期限结构的“组合机制”可以有效抑制企业的过度投资行为。

从动态的视角来看,债务治理机制不仅存在于各种机制的互动关系中,而且随着契约执行力的提升、外部法律法规的完善以及经济主体市场化程度的推进,其作用形式和效果都会发生显著的变化。我国资本市场从 2005 年开始正式启动股权分置改革,随着股权分置改革的进行,我国资本市场逐步趋于完善,股权结构的治理作用逐步加强。据此,本文提出假设 3。

H₃: 股权分置改革加强了债务期限结构以及股权结构同债务期限结构的“组合机制”对企业过度投资行为的抑制效果。

三、研究设计

(一) 样本选择与数据来源

本文选择的样本为 2002 年至 2010 年间的 A 股非金融类上市公司。为了使样本更具代表性、分析结果更加准确,我们根据研究所需对不符合要求的样本进行了剔除:(1)同时发行 A 股和 B 股的公司以及 ST、PT 公司;(2)数据不全的上市公司。经筛选,本文最后共得到有效样本 948 家,涉及 12 个行业门类。数据来源于 CCER 上市公司数据库和 Wind 金融数据库。

(二) 模型设定与变量选择

本文借鉴 Richardson、俞红海等的研究方法^[21,31],在考虑投资机会和融资约束的基础上,用上一年度数据来估计本年度投资,其中总投资分解为维持性投资(*iv*,用固定资产折旧和无形资产摊销来衡量)、预期投资(*Iy*)和过度投资(*Overinv*),如模型(1)所示。

$$In_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 Goa_{i,t-1} + \alpha_2 Cash_{i,t-1} + \alpha_3 Lev_{i,t-1} + \alpha_4 Age_{i,t-1} + \alpha_5 Scale_{i,t-1} + \alpha_6 Ret_{i,t-1} + \alpha_7 In_{i,t-1} + \alpha_8 Roa + Year + H + u_i + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

其中, u_i 表示个体效应,若 u_i 和其他解释变量无关,则使用随机效应模型来估计;若 u_i 和其他解释变量相关,则使用固定效应模型来估计。残差表示真实投资和预期投资之间的差值,若残差为正,说明存在过度投资;若残差为负,说明投资不足。本文仅考虑投资为正,即过度投资问题。在以往文献中,学者们通常采用两种方式来度量债务期限结构:第一种方式是将资产负债表上所有债务以及它们的期限作为权重进行加权平均计算而得,这种方式计算出来的债务期限结构很准确,但相关的信息难以获得。第二种方式是将长期债务或短期债务除以总债务计算而得。考虑到数据的可获得性和结论的稳健性,本文采用长期债务占总债务比重(*Ld*)、长期银行借款占总债务比重(*Lb*)两个指标来度量公司债务期限结构。各变量的具体定义参见表 1。

在通过模型(1)获得过度投资、预期投资和自由现金流的基础上,本文进一步研究债务期限结构、内部人持股比例、自由现金流和公司产权性质对过度投资的影响,解释变量包括债务期限结构、自由现金流、股权集中度、债务期限结构和内部人持股比例的交乘项以及债务期限结构和公司产权性质(国有与非国有)的交乘项,具体如模型(2)所示。

$$Overinv = \gamma_0 + \gamma_1 Ld + \gamma_2 Fcf + \gamma_3 Ld * Stateprop + \gamma_4 Ld * Statesha + \gamma_5 CR_5 + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

其中,*Fcf*代表自由现金流,它等于经营活动净现金流量(*Cfo*)减去预期新投资和维持性投资,即 $Fcf = Cfo - Iv$ 。

表1 变量定义表

变量类型	变量名称	变量	定义	
被解释变量	新投资	In	(投资活动净现金流量的相反数 - 固定资产折旧 - 无形资产摊销)/总资产	
	过度投资	Overin	投资预期模型(1)中的残差值	
解释变量	长期债务占比	Ld	长期债务(期限1年以上)/总债务	
	长期银行借款占比	Lb	长期银行借款(期限1年以上)/总债务	
	预期新投资	Iy	投资预期模型(1)的估计值	
	净资产增长率	Goa	T期净资产/(T-1)期净资产 - 1	
	现金持有水平	Cash	货币资金/总资产	
	债务资产比例	Lev	负债总额/资产总额	
	公司上市时间	Age	从公司公告上市年度到相应年度的差值	
	公司规模	Scale	公司总资产的对数	
	收益率	Ret	WIND数据库中最近24个月的年化收益率	
	资产收益率	Roa	净利润/总资产	
	经营现金流量	Cfo	经营性活动现金净流量/总资产	
	自由现金流量	Fcf	经营现金流量 - 预期新投资 - 维持性投资	
	国有与非国有	Stateprop	非国有企业取值为1,国有企业取值为0	
	高管和董事会持股比例	Statesha	高管和董事会持股总额/总股本	
	股权集中度	CR_5	前5大股东持股比例	
	控制变量	行业	H	按证监会行业分类标准将行业分为除金融业外的12个行业大类,设置11个行业为哑变量,当处于该行业时取值为1,反之取值为0
		年度	Year	2002年至2010年共10年,设置9个控制性哑变量,当处于该年度时取值为1,反之取值为0

四、实证分析

(一) 过度投资的确定

根据模型(1)的固定效应和 Hausman 检验结果,本文采用固定效应模型来估计模型(1),估计结果见表2。从表2可以看出,现金持有水平、债务资产比例和上市年限对公司投资有显著的正向影响,净资产增长率对公司投资的影响显著为负,模型(1)具有较强的解释力。

(二) 债务期限结构与过度投资

为验证模型的稳健性,本文采用混合最小二乘法(OLS)、固定效应模型(Fe)和随机效应模型(Re)对模型进行了估计,回归结果见表3。

从表3中可以看出,债务期限结构前的系数显著为正,这意味着债务期限越长,公司越倾向于过度投资,说明债务期限短有利于抑制过度投资,本文的 H_1 得到验证。在我国债权人受保护较弱的法制环境下,债权人通过缩短债务期限可以加强对上市公司的监督,这不仅能够有效抑制股东的资产替代行为,而且能够抑制经理人滥用公司自由现金流进行过度投资的行为。债务期限结构与高管和董事会持股比例的交乘项前面的系数显著为正,说明高管和董事会持股比例高可以减少管理层谋取私利的行为,降低股东与债权人的代理成本,股权结构机制能够正向作用于企业的价值创造;在所有权和控制权分离程度较高的情

表2 模型(1)的回归结果
(固定效应模型)

变量	系数	T值
Goa	-0.1494 ***	-21.23
Cash	0.1103 ***	7.17
Lev	0.6993 **	7.19
Age	0.2408 ***	7.19
Scale	-0.0251	0.307
Ret	0.0216	0.25
In(-1)	0.0031	1.02
Roa	0.0000025	0.32
截距	-0.4499	-0.27
行业和年度	控制	
N	7388	
Within R	0.05	
F值	72054.78	

注: *、**、*** 分别表示 t 检验在 10%、5% 和 1% 的水平上显著; In(-1) 表示上一期的新投资。

况下,股权结构同债务期限结构的“组合机制”可以有效抑制企业的过度投资行为,本文的 H₂ 得到验证。自由现金流前面的系数显著为正,说明自由现金流容易导致过度投资。债务期限结构和公司产权性质交乘项前面的系数为负但不显著,说明过度投资现象在国有企业和非国有企业中并没有明显区别。股权集中度前面的系数为正但不显著。

因为我国资本市场从 2005 年开始正式启动股权分置改革,所以本文以 2005 年为界线,采用固定效应模型分别考察在不同时期债务期限结构对过度投资的抑制效果,以分析股权分置改革对我国资本市场的影响,回归结果见表 4。从表 4 可以看出,长期债务期限前面的系数在 2002 年至 2005 年间是 0.0899,在 2006 年至 2010 年间是 0.1020;债务期限结构与高管和董事会的持股比例交乘项的系数在 2002 年至 2005 年间为负,在 2006 年至 2010 年间为正。这一回归结果说明:随着股权分置改革的进行,我国的资本市场逐步趋于完善,债务期限结构以及股权结构同债务期限结构的“组合机制”的治理作用逐步增强,H₃ 得到了验证。

五、稳健性检验

为验证回归结论的稳健性,本文用长期银行借款占总债务的比值来计量债务期限结构,对模型(2)进行了回归。采用三种方法得到的回归结果见表 5,采用固定效应模型得到的分时期回归结果见表 6。

表 5 以 Lb 计量的债务期限结构的回归结果

	混合最小二乘法	固定效应模型	随机效应模型
Lb	0.1219 *** (16.00)	0.1458 *** (9.24)	0.1219 *** (16.00)
Fcf	0.5527 *** (63.20)	0.5488 *** (53.89)	0.5527 *** (63.20)
Lb * Stakesha	0.4815 ** (2.09)	0.8313 ** (1.26)	0.3815 ** (2.09)
Lb * Stateprop	-0.0082 (-0.71)	-0.0308 * (-1.23)	-0.0081 (-0.71)
CR_5	0.0008 (0.98)	0.0011 (1.27)	0.0008 (0.98)
截距	0.0482 *** (24.34)	0.0463 *** (18.42)	0.0482 *** (24.34)
Adj R	0.4792		
Within R		0.4585	0.4580
Obs	4419	4419	4419

注:第 1、2 列括号内为双边 t 统计值,第 3 列括号内为双边 z 统计值,*、**、*** 分别表示 t 检验在 10%、5% 和 1% 水平上显著。

表 3 以 Ld 计量的债务期限结构的回归结果

	混合最小二乘法 (OLS)	固定效应模型 (Fe)	随机效应模型 (Re)
Ld	0.1050 *** (15.06)	0.1035 *** (7.30)	0.1050 *** (15.06)
Fcf	0.5539 *** (62.97)	0.5499 *** (53.52)	0.5539 *** (62.97)
Ld * Stakesha	0.4392 ** (1.39)	1.0023 ** (1.59)	0.4392 ** (1.97)
Ld * Stateprop	-0.0002 (0.02)	-0.0045 (-0.20)	0.0002 (0.02)
CR_5	0.0008 (0.95)	0.00096 (1.15)	0.0008 (0.95)
截距	0.0469 *** (22.73)	0.0476 *** (17.83)	0.0469 *** (22.73)
Adj R	0.4756		
Within R		0.4513	0.4530
Obs	4419	4419	4419

注:第 1、2 列括号内为双边 t 统计值,第 3 列括号内为双边 z 统计值,*、**、*** 分别表示 t 检验在 10%、5% 和 1% 水平上显著。

表 4 以 Ld 计量的债务期限结构分时期回归结果

	2002 年至 2005 年	2006 年至 2010 年
Ld	0.0899 (3.28) ***	0.1020 (5.16) ***
Fcf	0.2464 (10.70) ***	0.6041 (44.71) ***
Ld * Stakesha	-4.0119 (-0.28)	1.3692 (1.93) **
Ld * Stateprop	-0.0269 (-0.51)	-0.0190 (-0.60)
CR_5	-0.0172 (-0.29)	0.0016 (1.74) *
截距	0.0764 (2.27) **	0.0444 (11.33) **
Within R	0.1426	0.4927
Obs	1407	3012

注:第 1、2 列括号内为双边 t 统计值,*、**、*** 分别表示 t 检验在 10%、5% 和 1% 水平上显著。

表 6 以 Lb 计量的债务期限结构的分时期回归结果

	2002 年至 2005 年	2006 年至 2010 年
Lb	0.0860 (2.78) ***	0.1705 (7.42) ***
Fcf	0.2468 (10.73) ***	0.6031 (45.31) ***
Lb * Stakesha	5.9869 (0.40)	1.1096 (1.49) **
Lb * Stateprop	-0.0011 (-0.02)	-0.0599 (-1.66) **
CR_5	-0.0182 (-0.31)	0.0016 (1.75) *
截距	0.0754 (2.24) **	0.0403 (10.96) ***
Within R	0.1420	0.5002
Obs	1407	3012

注:第 1、2 列括号内为双边 t 统计值,*、**、*** 分别表示 t 检验在 10%、5% 和 1% 水平上显著。

由表5可见,各变量前面系数的显著性与表3基本一致。从表6可以看出,长期债务期限前面的系数在2002年至2005年间是0.0860,在2006年至2010年间是0.1705;债务期限结构与高管和董事会的持股比例交乘项前面的系数在2002年至2005年间为正但不显著,在2006年至2010年间为正且显著。这与前文所得结果基本一致,说明本文所得结论具有一定的稳健性和可靠性。

六、结论

我国融资体制的变迁是在市场化的宏大转型背景之下进行的,债务契约多为大企业和大银行的信贷交易所主导,债务契约的治理机制有着自己鲜明的特点。本文的实证分析结果表明:从债务期限结构治理功能的静态视角来看,债务期限结构可以减少“内部人”的资产替代行为,抑制过度投资,进而有利于保护投资者的利益;股权结构同债务期限结构的“组合机制”可以有效抑制企业的过度投资行为;随着市场化程度的深入,债务期限结构的治理绩效逐步优化;随着自由现金流水平的提高,公司过度投资行为会变得更加严重。

基于所得研究结论,本文认为要提高债务契约的治理绩效和改变我国改革开放以来大规模的低效率投资现象,需从两方面着手:一方面,需要改变股权集中、一股独大的所有权结构,在当前投资者受法律保护相对不足的情况下,应适当增加管理层持股比例,以实现内部股权制衡;另一方面,要改善法制环境,完善相关法律法规,提高法律的执行力度,从而为债权人提供强有力的保护。

参考文献:

- [1] Willamson O. Corporate finance and corporate governance[J]. Journal of Finance, 1988, 43: 567 - 591.
- [2] Lang J, Faccio H P, Henri S. Expropriation and dividends[J]. American Economic Review, 2001, 91: 1 - 25.
- [3] Bolton P, Dewatripont M. Contract theory[M]. The MIT Press: Cambridge and London, 2005.
- [4] Myers S C. Determinants of corporate borrowing[J]. Journal of Financial Economics, 1977, 17: 147 - 176.
- [5] Barnea A, Haugen R, Senbet L W. An equilibrium analysis of debt financing under costly tax arbitrage and agency problems[J]. Journal of Finance, 1981, 36: 569 - 581.
- [6] Jensen M C. Agency costs of free cash, corporate finance, and takeovers[J]. The American Economic Review, 1986, 2: 323 - 329.
- [7] Hart O, Moore J. Debt and seniority: an analysis of hard claims in constraining management[J]. American Economic Review, 1985, 85: 567 - 587.
- [8] Gale D, Hellwig M. Incentive-compatible debt contracts: the one-period problem[J]. Review of Economic Studies, 1985, 52: 647 - 63.
- [9] 肖作平. 债务到期结构的影响因素:理论和证据[J]. 证券市场导报, 2004(3): 21 - 25.
- [10] 袁卫秋. 我国上市公司的债务期限结构——基于权衡思想的实证研究[J]. 会计研究, 2005(12): 53 - 58.
- [11] 肖作平, 廖理. 大股东、债权人保护和公司债务期限结构选择[J]. 管理世界, 2007(10): 99 - 113.
- [12] 胡元木. 信息不对称与上市公司债务期限结构[J]. 管理世界, 2011(2): 178 - 180.
- [13] 陈建勇, 王东静, 张景青. 公司债务期限结构与投资效率[J]. 数量经济技术经济研究, 2009(4): 80 - 92.
- [14] 黄桂海, 宋敏. 资本结构的决定因素——来自中国的证据[J]. 经济学(季刊), 2004(1): 165 - 178.
- [15] 田利辉. 国有产权、预算软约束和中国上市公司杠杆治理[J]. 管理世界, 2005(7): 123 - 129.
- [16] 董黎明. 债务融资期限结构与融资效率的实证研究[J]. 财经理论与实践, 2008(11): 41 - 45.
- [17] 汪辉. 上市公司债务融资、公司治理与市场价值[J]. 经济研究, 2008(8): 28 - 35.
- [18] 胡奕明, 林文雄, 李思琦, 等. 大贷款人角色——我国银行具有监督作用吗? [J]. 经济研究, 2008(10): 52 - 64.
- [19] 梅波. 债务期限、公司治理与企业价值[J]. 经济问题探索, 2009(6): 107 - 114.

- [20]陶晓慧. 资产替代、债务期限结构与债权人保护[J]. 经济与管理研究,2009(8):67-72.
- [21]Richardson S. Over-investment of free cash flow[J]. Review of Accounting Studies,2006,11:159-189.
- [22]李维安,姜涛. 公司治理与企业过度投资行为研究——来自中国上市公司的证据[J]. 财贸经济,2007(12):56-61.
- [23]罗进辉,万迪昉,蔡地. 大股东治理与管理者过度投资行为研究——来自上市公司的经验证据[J]. 证券市场导报,2008(12):44-60.
- [24]王彦超. 融资约束、现金持有与过度投资[J]. 金融研究,2009(7):121-132.
- [25]杜兴强,曾泉,杜颖洁. 政治联系、过度投资与公司价值——基于国有上市公司的经验证据[J]. 金融研究,2011(8):93-110.
- [26]La Porta R, Lopez-de-Silanes F, Shleifer A, et al. Investor protection and corporate governance[J]. Journal of Financial Economics,2000,7:117-161.
- [27]Klapper L F, Love I. Corporate governance, investor protection and performance in emerging markets[R]. World Bank Policy Research Working Paper,2002.
- [28]Fan P H, Titman S, Twite G. An international comparison of capital structure and debt maturity choices[J]. Journal of Financial and Quantitative Analysis,2012,47:23-56.
- [29]Demirguc-Kunt A, Maksimovic V. Institutions, financial markets, and firm debt maturity[J]. Journal of Financial Economics,1999,54:295-336.
- [30]江伟,沈艺峰. 大股东控制、资产替代和债权人保护[J]. 财经研究,2005(12):95-106.
- [31]俞红海,徐龙炳,陈百助. 终极控股股东控制权与自由现金流过度投资[J]. 经济研究,2010(8):103-114.
- [32]何源,白莹,文翘翘. 负债融资、大股东控制与企业过度投资行为[J]. 系统工程,2007(3):61-65.
- [33]栾天虹,唐勇. 内部人股权比例与债务期限结构[J]. 经济学家,2009(2):63-68.
- [34]曾春华,杨兴全. 多元化经营、财务杠杆与过度投资[J]. 审计与经济研究,2012(6):83-91.

[责任编辑:王丽爱,黄 燕]

The Research of the Effect of Debt Maturity Structure on the Overinvestment in the Chinese Listed Companies

HU Jie

Abstract: The debt maturity structure has a special significant effect on the performance of the corporate governance. This paper adopts the dynamic panel data approach to carry out an in-depth study on the relationship between the debt maturity structure and the overinvestment by taking Chinese listed companies as samples. An empirical study shows that debt maturity structure can reduce the occurrence of asset substitution among ‘the insider’ and control excessive investment in order to protect the interests of the investors. The combination of equity structure and debt maturity structure can control the overinvestment of enterprises. Along with the market-based reform, the governance performance of debt maturity structure has also been continuously optimized. With the improvement of cash flow, the overinvestment behavior of enterprises will be more serious.

Key Words: debt maturity structure; overinvestment; corporate governance; performance debt contract; equity structure; cash flow; company financing decision