

产权性质、负债融资与公司投资行为

佟爱琴,洪棉棉

(同济大学 经济与管理学院,上海 200092)

[摘要]利用我国上市公司2008—2013年数据,从负债治理视角探究负债融资对不同产权性质公司投资行为的影响,结果表明:整体负债融资水平与投资支出显著负相关,但不是所有负债都可以有效约束过度投资;短期借款和商业信用的负债治理作用显著,长期借款不具有负债治理作用,而是更多地表现出对投资的资金支持功能;非国有控股公司短期借款的治理作用更显著,国有控股公司长期借款的投资支持功能更为突出。

[关键词]负债融资;治理作用;公司投资;产权性质;非效率投资;负债治理;资金配置效率;低效率投资

[中图分类号]F230 **[文献标识码]**A **[文章编号]**1672-8750(2015)02-0073-08

从宏观经济角度来看,近几年我国经济能保持平稳快速增长,作为拉动经济的三驾马车之一的投资功不可没;落实到微观上市公司,投资、融资和分配并列为公司财务管理的三大内容,投资的效率直接影响公司价值最大化目标的实现。但是近年来,我国上市公司出现了诸多非效率投资现象,公司过度投资严重、投资效率异常低下,尤其是国有控股公司存在着“投资饥渴症”,这背离了传统的合理投资行为,因此公司投资行为,特别是国有控股和非国有控股这两类不同产权性质公司的投资行为,成为理论界和实务界广泛关注的研究热点。

根据代理冲突理论,公司的投资行为会受到负债融资的直接约束。大量的实证研究结果表明,负债不仅是一种融资手段,同时更是一种重要的治理工具^[1]。但是,在实际中,受到国有产权同质性的影响,国有银行信贷对国有控股公司投资只具有形式上的债务软约束,使得负债融资在国有控股和非国有控股公司表现出的治理强度并不一致^①。因此,本文尝试从负债治理角度出发,探讨负债融资对不同产权性质公司投资行为的作用,为不同产权性质的公司完善治理机制、提高投资效率提供一些建设性意见。

一、文献回顾

上市公司投资行为中存在两种非效率投资现象:一是投资不足,是指企业因放弃净现值为正的投资项目而使债权人利益受损并进而降低企业价值的现象;二是过度投资,是指企业接受对其价值而言并非最优的投资机会,尤其是净现值小于零的项目,从而降低资金配置效率的一种低效率投资现象。

(一) 国外研究现状

基于代理冲突理论,国外学者们对负债融资影响公司投资行为的途径存在两种解释。一是基于

[收稿日期]2014-07-11

[基金项目]国家自然科学基金资助项目(71202032)

[作者简介]佟爱琴(1968—),女,河北秦皇岛人,同济大学经济与管理学院副教授,硕士生导师,博士,主要研究方向为公司财务与会计、公司治理与资本市场;洪棉棉(1990—),女,福建泉州人,同济大学经济与管理学院硕士生,主要研究方向为财务管理与资本市场。

^①这是由于国有控股上市公司负债的大部分来自于国有大型银行,因此一般来说国有控股上市公司面临的融资约束较弱,负债融资对国有控股上市公司的约束强度也较弱。

股东和债权人冲突角度的解释,如 Jensen 和 Meckling 发现在负债比重较大的筹资结构下,股东更倾向于选择那些成功机会不大但一旦成功就会获利颇丰的投资项目,如果公司负债的成本上升,股东会倾向于放弃一些原来可接受的投资项目,进而引发投资不足问题^[2];Myers 也认为负债可能使股东放弃一些净现值为正但收益大部分归属债权人的投资,从而导致投资不足^[3]。另一种是基于股东和经理人冲突角度的解释,如 Jensen 认为公司的规模影响经理人薪酬,所以经理人会不顾股东利益盲目增加投资来扩大公司规模,而负债的利息支付可以减少经理人可支配的资金,同时使得经理面临更加严密的债权人监控,从而约束经理人的过度投资行为,这种作用被称为负债的相机治理作用^[4]。20 世纪 90 年代,负债融资对公司过度投资的治理作用得到了实证证据的支持,Senbet 发现债务融资可以对股东和经理冲突所带来的过度投资问题进行约束^[5],Stulz 以美国上市公司为研究样本的研究发现负债水平和公司投资支出之间具有很强的负相关关系^[6],Mills 等对澳大利亚相关上市公司的研究也发现负债水平和投资规模显著负相关,特别是高负债大规模的公司,负债水平的提升将导致公司投资支出的显著下降^[7]。

除了上述两种理论分析,西方学者还试图引入更多负债融资要素来考察负债融资与公司投资行为的关系,但是对这方面的实证检验结果却未取得一致结论。Aivazian 等发现短期负债和投资支出正相关,长期负债和投资支出负相关或者弱正相关,负债期限结构与公司投资支出呈显著负相关关系,并且无论财务杠杆指标、样本选择和经济计量方法如何变化,这种负相关效应都保持稳定^[8]。Demircuc-kunt 等学者的实证检验结果也表明负债期限与公司投资支出之间存在负相关关系^[9]。但是 Scherr 等的研究^[10]以及 Antoniou 等对英、法、德三国公司的实证研究^[11]却得出不同结论,他们发现英国公司中负债期限与投资支出显著正相关,而法德公司中两者关系不显著。

(二) 国内研究现状

在国内,对负债融资与公司投资的相关性研究是在西方的理论基础上发展起来的,并且这些研究更多地关注我国上市公司普遍存在的过度投资行为,因此基于股东和经理人冲突视角的负债约束过度投资观点得到更广泛的实证支持。童盼、陆正飞验证了负债融资与公司投资支出呈现显著负相关关系,且相关性在项目风险不同的公司存在差异^[12]。黎来芳等发现负债融资可以抑制过度投资,但这种抑制作用受到市场竞争强度的影响^[13]。唐雪松等证实负债融资可以有效约束公司过度投资行为^[14]。何源等发现我国上市公司普遍存在过度投资行为,举债是过度投资行为的有效约束机制^[15]。黄珺、黄妮的实证分析显示债务融资整体上对房地产公司过度投资行为具有抑制作用^[16]。

同国外学者一样,国内学者在探究其他负债融资要素与公司投资行为的关系时并未得到一致的结论。国内学者黄乾富和沈红波对制造业上市公司进行研究,发现负债融资对过度投资有较强的约束作用,缩短负债期限会有效地约束过度投资行为,其中长期负债对过度投资有弱约束作用^[17]。陆正飞、韩霞和常琦则证实长期负债与投资支出正相关,长期负债对过度投资不仅不具有约束性,反而起到促进投资的作用^[18]。杨棉之、马迪的实证研究结果表明负债能够治理过度投资行为,其中短期负债对过度投资的治理作用显著,长期负债对过度投资的治理作用不明显^[19]。李胜楠研究了银行贷款数量和期限结构对企业投资行为的影响,发现银行贷款与投资支出负相关,其中短期贷款的约束能力更强^[20]。

从以上综述可以发现,由于国内上市公司普遍存在着过度投资行为,负债融资的治理作用已经成为研究的一个热点。然而虽然大量的实证研究证实了负债融资水平与投资支出的负相关关系,也表明负债期限结构可以对公司投资行为产生一定的影响,但是这些研究并没有得到一个高度一致的实证结论。本文认为,这可能由于不同产权性质的上市公司所肩负的不同社会责任异化了国有控股公司和非国有控股公司的投资行为,而它们面临的信贷约束差异又造成负债治理作用的差异,因此应该在现有研究的基础上考虑产权性质进行分组研究。另外,对于负债与公司投资行为的现有研究更多

地着眼于整体负债水平以及负债期限的影响,较少有文献进一步探讨具体负债融资方式与公司的投资行为的关系以及具体负债方式的治理作用。因此,本文试图克服上述缺陷,将样本依据不同产权性质进行分组,同时对具体负债方式进行区分,再从负债治理的角度探究产权性质不同的公司中各类负债融资方式对公司投资行为的影响,为上市公司制定合理投融资决策、完善治理机制、提高投资效率提供一些理论依据。

二、理论分析与研究假设

从文献回顾中可以知道,负债的代理成本效应会加剧股东与债权人冲突导致的投资不足,而负债的相机治理作用则会约束股东与经理人冲突导致的过度投资。综合负债对投资行为的两种不同效应,负债对上市公司投资行为的影响可能加剧投资不足,也可能抑制过度投资。大量研究表明,我国上市公司普遍存在过度投资行为^[21,22],因此可以推测,负债对我国大多数公司投资行为的影响主要表现在其相机治理作用上,具体体现为负债会约束公司过度投资行为。童盼等^[12]、黄珺等^[16]、杨棉之等^[19]、李胜楠^[20]皆证实了我国上市公司的负债水平和投资支出呈现显著的负相关关系,据此我们提出假设1。

H₁: 负债融资水平和投资支出呈现负相关关系。

按照具体负债融资方式,可以将公司负债分为短期借款、长期借款、商业信用和公司债券,受我国债券市场政策影响,公司债券在我国上市公司负债融资中所占比重极小,几乎可以忽略不予考虑。短期借款作为负债融资的一种方式,和整体负债一样可以抑制股东与经理人冲突导致的过度投资,故理论上短期负债和投资支出应该存在负相关关系。考虑到公司和银行产权的同质性会使得国有商业银行对国有控股公司的监控强度远远不如非国有控股公司,而且国有控股公司受到的信贷约束远远弱于非国有控股公司,因此本文认为,非国有控股公司受到短期借款债权人的监督强度更大,负债的相机治理作用发挥得更明显,短期负债抑制过度投资的作用更强。据此,本文提出假设2。

H₂: 短期借款和投资支出呈现负相关关系,这一负相关关系在非国有控股公司中更加显著。

与短期借款不同,长期借款虽然也具有减少投资支出的作用,但是作为公司中相对较稳定的一项资金来源,长期借款对投资的资金支持功能更为突出。陆正飞等发现新增长期借款与新增投资正相关^[18],这说明长期借款对公司投资的资金支持功能可能远大于其作为负债所具有的抑制过度投资的作用。考虑到我国上市公司负债结构中短期借款占主要部分,很大部分的上市公司几乎没有长期借款,在这部分没有长期借款的公司中,非国有控股公司更是占据了绝大多数,故而非国有控股公司的长期借款率极低,因此我们认为,与国有控股公司相比,非国有控股公司中长期借款支持投资的功能显得相对较弱。另外,在国有控股公司中,国家政策倾向性与社会责任负担使得其往往需要从银行贷款进行指定投资,因此国有控股公司拿到贷款资金更为容易,这也导致国有控股公司的长期借款显示出更为强大的投资支持作用。因此我们推测,在国有控股公司中,长期借款和投资支出会呈现更显著的正相关关系。据此,本文提出假设3。

H₃: 长期借款和投资支出呈现正相关关系,这一正相关关系在国有控股公司中更加显著。

商业信用是公司在经营过程中自然形成的负债,期限通常较短^[12],因此商业信用的资金支持作用相对较不明显。在探究商业信用对投资支出的影响机制时,我们推测商业信用更多地表现出其作为负债拥有的抑制过度投资的作用,因此我们认为商业信用与投资支出应该呈现出负相关关系。在我国,国有控股公司因为拥有国有背景所以破产风险较小,商业信用债权人对国有控股公司具有更高的信任度,因此理论上商业信用对国有控股公司经理人的约束会弱于非国有控股公司,抑制过度投资的作用应该较为不明显。但是由于商业信用比较分散,单笔交易的金额一般又较小,加上债权人保护法律的不完善,商业信用债权人对债务人的投资行为基本上不具有太大约束力,我们推测商业信用对

投资支出的影响在产权不同的公司中应该没有太大差别。据此,本文提出假设4。

H₄:商业信用和投资支出呈现负相关关系,负相关程度在国有控股公司与非国有控股公司中差别不大。

三、研究设计

(一) 数据来源

本文选择沪深两市A股上市公司为样本。2007年我国新企业会计准则正式执行,企业会计准则的变化可能在一定程度上对数据的收集标准产生影响,为排除该因素的干扰,本文剔除样本公司2007年以前的数据,只对样本公司2008—2013年的数据进行分析。所有数据皆来自于国泰安数据库和上市公司年报。

为了避免异常样本对研究的影响,保证数据的有效性,本文在选择样本时做了如下处理:(1)剔除每期样本中在两年内上市的公司,因为对当期的被解释变量进行解释时,需要用到上一期期初的相关数据,两年内上市的样本公司上期数据会有缺失和差异;(2)剔除金融保险类和房地产类上市公司,因为其财务状况同其他类型公司差异较大,且会计报表形式和项目同其他类型公司存在较大差异;(3)剔除ST和*ST公司,因为该类公司的财务状况存在异常;(4)剔除样本数据上期到本期期间控股权发生变化的公司,以便明确样本公司的产权性质;(5)剔除数据缺失的公司。最终本文从有效的数据中得到7731个观测值,其中国有控股公司观测值4487个,非国有控股公司3244个。本文使用EXCEL2010和SPSS19.0软件进行数据处理。

(二) 变量定义

1. 被解释变量

当期投资支出(I_t)。本文用当期投资量平均值的自然对数来表示公司当期投资支出,其中当期投资量平均值为当期期初与期末长期股权投资、固定资产、在建工程、工程物资、无形资产之和的平均值。

2. 解释变量

(1) 负债融资水平(DR)。本文用上期资产负债率平均值来解释公司的负债融资水平,因为上市公司进行当期投资决策时,股东、债权人的利益分配关系更多地由上期公司的资本结构决定,所以用上期的资产负债率能更好地衡量影响投资决策的负债融资水平。

(2) 短期借款率(SDR)。同负债融资水平一样,本文采用上期期初与期末短期借款率的平均值,其中短期借款率为短期借款与总资产的比值。

(3) 长期借款率(LDR)。这一指标同样采用上期期初与期末长期借款率的平均值,其中长期借款率为长期借款同总资产的比值。

(4) 商业信用率(CCR)。本文用上期期初与期末商业信用率的平均值来表示商业信用率,其中商业信用率为应付账款、应付票据、预收账款三者之和同总资产的比值。

3. 控制变量

本文采用公司上市年龄(AGE)、股票回报率(RET)、现金流量(CF)、公司规模($Size$)、上期投资支出(I_{t-1})作为控制变量。

变量定义见下页表1。

(三) 模型设定

为避免分析模型选取不当,在进行实证分析之前本文首先对模型的解释变量进行了多重共线性检验,发现解释变量负债融资水平(DR)和短期借款率(SDR)的方差膨胀因子(VIF)的值都远大于5,甚至超过10,说明解释变量存在共线性。Pearson相关性检验显示负债融资水平(DR)与短期借款率

表1 变量定义

类别	变量名称	符号	变量含义
被解释变量	当期投资支出	I_t	$\ln(\text{当期长期股权投资、固定资产、在建工程、工程物资、无形资产之和})$
	负债融资水平	DR_{t-1}	上期资产负债率均值,其中资产负债率 = 总负债/总资产
	短期借款率	SDR_{t-1}	上期短期借款率均值,其中短期借款率 = 短期借款/总资产
解释变量	长期借款率	LDR_{t-1}	上期长期借款率均值,其中长期借款率 = 长期借款/总资产
	商业信用率	CCR_{t-1}	上期商业信用率均值,其中商业信用率 = 应付账款、应付票据和预收账款之和/总资产
控制变量	上市年龄	AGE_{t-1}	上期末为止公司的上市存续年限
	股票回报率	RET_{t-1}	上期末考虑现金股利再投资的股票年度回报率
	现金流量	CF_{t-1}	上期末经营现金净值/上期期末总资产
	公司规模	$Size_{t-1}$	上期末资产总额的自然对数
	上期投资支出	I_{t-1}	$\ln(\text{上期长期股权投资、固定资产、在建工程、工程物资、无形资产之和})$
	年度变量	$Year$	年度虚拟变量
	行业变量	$Industry$	行业虚拟变量

(SDR)、长期借款率(LDR)以及商业信用率(CCR)相关性较高。为消除共线性,本文将解释变量进行分组回归,建立了修正后的最小二乘模型。修正后模型中解释变量的方差膨胀因子 VIF 远小于 5,说明修正后的模型不存在多重共线性问题。因此,本文用模型(1)来验证假设 1 的真伪性,用模型(2)来验证假设 2、假设 3、假设 4 的真伪性。

$$I_t = a + \beta_1 DR_{t-1} + \beta_2 AGE_{t-1} + \beta_3 RET_{t-1} + \beta_4 CF_{t-1} + \beta_5 Size_{t-1} + \beta_6 I_{t-1} + \sum Year + \sum Industry + \varepsilon \quad (1)$$

$$I_t = a + \beta_1 SDR_{t-1} + \beta_2 LDR_{t-1} + \beta_3 CCR_{t-1} + \beta_4 AGE_{t-1} + \beta_5 RET_{t-1} + \beta_6 CF_{t-1} + \beta_7 Size_{t-1} + \beta_8 I_{t-1} + \sum Year + \sum Industry + \varepsilon \quad (2)$$

上述公式中, a 为常数项, $\beta_1 \sim \beta_8$ 是待估计的变量回归系数, ε 是随机误差项。

四、实证结果与分析

(一) 描述性统计结果

本文将全部样本和按产权性质分类得到的两个样本组的主要变量分别进行描述性统计分析,具体结果见表 2。

表2 描述性统计分析

变量	全样本(N=7731)				国有控股(N=4487)				非国有控股(N=3244)			
	均值	最大值	最小值	标准差	均值	最大值	最小值	标准差	均值	最大值	最小值	标准差
I_t	20.757	27.630	11.589	1.537	21.198	27.630	14.583	1.570	20.146	24.490	11.589	1.256
DR	0.535	79.147	0.009	1.470	0.519	3.446	0.015	0.212	0.558	79.147	0.009	2.256
SDR	0.150	21.458	0.000	0.400	0.138	0.872	0.000	0.118	0.166	21.458	0.000	0.601
LDR	0.058	0.676	0.000	0.093	0.074	0.653	0.000	0.106	0.036	0.676	0.000	0.065
CCR	0.171	5.457	0.000	0.149	0.177	0.791	0.000	0.134	0.164	5.457	0.000	0.168
AGE	9.150	22.000	1.000	5.048	10.410	22.000	1.000	4.466	7.420	22.000	1.000	5.289
RET	0.383	16.119	-0.869	1.102	0.415	11.855	-0.854	1.108	0.339	16.119	-0.869	1.093
CF	0.051	0.914	-2.283	0.089	0.055	0.892	-0.470	0.079	0.046	0.914	-2.283	0.102
$Size$	21.757	28.405	16.702	1.286	22.113	28.405	17.691	1.332	21.264	25.400	16.702	1.032
I_{t-1}	20.606	27.535	11.589	1.517	21.064	27.535	13.408	1.541	19.973	24.452	11.589	1.229

从表 2 中可以看出,全样本中当期投资支出均值 20.757 大于上期投资支出的均值 20.606,国有控股公司和非国有控股公司当期投资支出的均值 21.198 和 20.146 也都大于相应的上期投资支出,说明我国国有控股和非国有控股公司在不断增加其投资支出,上市公司的投资额整体上呈现出不断增加的趋势。

非国有控股公司的负债融资水平均值为 0.558,高于国有控股公司的 0.519,但是非国有控股公司的标准差为 2.256,远远高于国有控股公司的 0.212,这说明在我国国有控股公司和非国有控股公司之间的资本结构存在很大不同,并且非国有控股公司自身之间的资本结构差别也很大。全样本和分组样本中,短期借款率 *SDR* 都远远高于长期借款率 *LDR*,说明我国负债融资结构中以短期借款为主,并且该状况在非国有控股公司极为突出,其短期借款率是长期借款率的 4.6 倍,远高于国有控股公司的 1.8 倍。国有控股公司和非国有控股公司短期借款率均值分别为 0.138 和 0.166,差距较小,而长期借款率均值分别为 0.074 和 0.036,进一步说明非国有控股公司的借款以短期借款为主。这种情况同非国有控股公司受到较强的信贷限制而不容易从银行拿到长期贷款有关。国有控股公司的商业信用率均值为 0.177,高于非国有控股公司的 0.164,但两者差距不大。

从描述性统计结果来看,产权性质对公司短期借款和长期借款影响较大,而对公司的商业信用影响较小,这符合本文前述分析,即产权不同对负债融资方式以及公司投资行为的影响更多地体现在短期借款和长期借款中。

控制变量中,国有控股公司上市年龄为 10.410,大于非国有控股公司的 7.420;国有控股公司现金流量均值为 0.055,大于非国有控股公司的 0.046,这可能是由于国有控股公司的投资支出多于非国有控股公司,而融资约束又小于非国有控股公司,两者的叠加效果导致国有控股公司的闲置资金更多。

(二) 回归结果分析

为了进一步研究国有控股和非国有控股两类公司中负债融资方式与投资支出的相关性及其差异,本文分别对全部样本、国有控股公司以及非国有控股公司三组样本数据用 SPSS19.0 软件进行了多元回归,分析结果见表 3。

从表 3 中可以看出,每一个模型调整后的 R^2 都在 0.9 以上,这表明两个模型中的变量对被解释变量都有非常好的解释能力; F 值皆在 1% 水平上显著,说明模型的整体拟合度很好。

从模型(1)负债融资水平和当期投资支出的回归结果可以看出,全样本的负债水平在 1% 的显著水平上和投资支出负相关,表明提高负债融资水平确实可以抑制公司的过度投资,假设 1 得到证实。

模型(2)中,三组样本的短期借款率和当期投资支出都呈现出显著负相关关系,而非国有控股公司样本组中短期借款

表 3 回归分析结果

模型	模型(1)	模型(2)	模型(2)	模型(2)
样本	全样本 (N = 7731)	全样本 (N = 7731)	国有 (N = 4487)	非国有 (N = 3244)
<i>a</i>	-0.870*** (-13.965)	-0.817*** (-12.594)	-0.737*** (-9.743)	-0.998*** (-7.649)
<i>DR</i> _{<i>t-1</i>}	-0.011*** (-4.555)			
<i>SDR</i> _{<i>t-1</i>}		-0.034*** (-3.941)	-0.092** (-2.549)	-0.028*** (-2.813)
<i>LDR</i> _{<i>t-1</i>}		0.239*** (5.611)	0.252*** (5.620)	0.225** (2.244)
<i>CCR</i> _{<i>t-1</i>}		-0.198*** (-7.968)	-0.245*** (-6.781)	-0.144*** (-3.936)
<i>AGE</i> _{<i>t-1</i>}	-0.011*** (-14.701)	-0.010*** (-14.084)	-0.007*** (-6.849)	-0.013*** (-10.587)
<i>RET</i> _{<i>t-1</i>}	0.040*** (7.533)	0.040*** (7.573)	0.037*** (5.844)	0.045*** (5.214)
<i>CF</i> _{<i>t-1</i>}	0.258*** (6.540)	0.263*** (6.662)	0.302*** (5.603)	0.225*** (3.781)
<i>Size</i> _{<i>t-1</i>}	0.191*** (30.096)	0.212*** (31.884)	0.207*** (23.217)	0.224*** (20.610)
<i>I</i> _{<i>t-1</i>}	0.847*** (151.925)	0.822*** (135.794)	0.825*** (99.698)	0.816*** (83.207)
<i>Year</i>	Control	Control	Control	Control
<i>Industry</i>	Control	Control	Control	Control
调整 R^2	0.962	0.962	0.971	0.929
F 值	13886.684***	12324.418***	9276.923***	2663.369***

注:括号内为 T 值,***、**、* 分别表示 1%、5%、10% 显著水平。

率和当期投资支出负相关关系的显著性水平为 1%, 高于国有控股公司的显著性水平的 5%, 这符合假设 2“短期借款率同投资支出呈现负相关关系, 负相关程度在非国有控股公司中更显著”的预期。三组样本的长期借款率与当期投资支出的系数都显著为正, 这说明长期借款对投资具有资金支持功能, 其约束过度投资的治理作用并没有得到体现, 因此长期借款率整体上表现出促进投资的作用, 呈现出和投资支出的正相关关系。这种正相关关系在国有控股公司中显著性水平为 1%, 而在非国有控股公司中的显著性仅为 5%, 反映出国有控股公司中长期借款和投资支出的正相关显著程度强于非国有控股公司, 假设 3 成立。商业信用对当期投资支出具有负向影响, 在国有控股和非国有控股公司中, 商业信用率对当期投资支出回归都通过了 1% 的显著性检验, 显著性程度没有呈现太大差异, 这表明公司的产权性质差异并没有对商业信用与投资支出的关系产生太大的影响, 假设 4 得到验证。

五、研究结论和建议

本文从我国特殊的制度环境出发, 在现有研究的基础上引入产权性质, 对我国 A 股上市公司的样本进行分组, 并将负债融资方式区分为短期负债、长期负债和商业信用, 运用 2008—2013 年数据, 研究了负债融资对公司投资行为的治理作用, 得出以下结论: (1) 负债融资水平与公司投资支出呈现负相关关系, 说明负债融资在我国上市公司中的确发挥着约束治理作用。(2) 不是所有的负债融资方式都可以有效约束过度投资, 短期借款和商业信用对投资的治理作用显著, 长期负债则更多体现出对投资的资金支持功能。(3) 对产权性质不同的公司而言, 具体负债融资方式对公司投资支出的影响程度并不相同。相对于国有控股公司, 非国有控股公司短期借款的治理作用更显著; 相对于非国有控股公司, 国有控股公司长期借款的资金支持作用更为突出; 商业信用对投资支出的影响在不同产权公司中差异不大。

基于上述研究, 本文提出以下两点建议: 首先, 短期借款和商业信用能够对公司投资产生有效约束, 这对于治理我国上市公司中普遍存在的过度投资提供了一种选择。为了约束经理人的过度投资行为, 股东在进行融资决策时可以加大负债融资的比重, 借助债务风险的治理作用提高经理人的投资效率。其次, 针对国有控股公司中表现出的相对较弱的短期借款治理作用和相对较强的长期借款资金支持功能, 应该强化公司债权人特别是银行对国有控股公司的监督, 以硬化银行贷款的债务约束, 从而约束国有控股公司的过度投资行为, 从整体上提高我国上市公司的治理质量。

参考文献:

- [1] 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.
- [2] Jensen M C, Meckling W H. Theory of the firm: managerial behavior, agency costs, and ownership structure[J]. Journal of Financial Economics, 1976, 3: 305-360.
- [3] Myers S C. Determinants of corporate borrowing[J]. Journal of Financial Economics, 1977, 5: 147-175.
- [4] Jensen M. Agency costs of free cash flow, corporate finance and takeovers[J]. American Economic Review, 1986, 76: 323-329.
- [5] Senbet J K. Limited liability, corporate leverage and public policy[M]. New York, Wisconsin: New York University and University of Wisconsin-Madison Mimeo, 1986.
- [6] Stutz R M. Managerial discretion and optimal financing policies[J]. Journal of Financial Economics, 1990, 26: 3-27.
- [7] Mills K, Morling S, Tease W. The influence of financial factors on corporate investment[J]. The Australian Economic Review, 1995, 38: 50-64.
- [8] Aivazian V A, Ge Ying, Qiu Jiaping. The Impact of leverage on firm investment: Canadian evidence[J]. Journal of Corporate Finance, 2005, 11: 277-291.

- [9] Demircug-Kunt A, Maksimovic V. Institutions, financial markets and firm's choice of debt maturity[R]. The World Bank Policy Research Working Paper, 1996.
- [10] Scherr F C, Hulburt H M. The debt maturity structure of small firms[J]. Financial Management, 2001, 30: 85 - 111.
- [11] Antoniou A, Gmney Y, Panfyal K. The determinants of corporate debt maturity structure: evidence from France, Germany and the UK[J]. European Financial Management, 2006, 12: 161 - 194.
- [12] 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): 75 - 86.
- [13] 黎来芳, 叶宇航, 孙健. 市场竞争、负债融资与过度投资[J]. 中国软科学, 2013(11): 91 - 100.
- [14] 唐雪松, 周晓苏, 马如静. 上市公司过度投资行为及其制约机制的实证研究[J]. 会计研究, 2007(7): 44 - 51.
- [15] 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 - 64.
- [16] 黄珺, 黄妮. 过度投资、债务结构与治理效应[J]. 会计研究, 2012(9): 67 - 70.
- [17] 黄乾富, 沈红波. 债务来源、债务期限结构与现金流的过度投资[J]. 金融研究, 2009(9): 143 - 154.
- [18] 陆正飞, 韩霞, 常琦. 公司长期负债与投资行为关系研究——基于中国上市公司的实证分析[J]. 管理世界, 2006(1): 120 - 128.
- [19] 杨棉之, 马迪. 债务约束、自由现金流与企业过度投资[J]. 统计与决策, 2012(2): 170 - 173.
- [20] 李胜楠. 我国上市公司银行贷款与投资行为的关系研究——基于终极控制人性性质调节效应的分析[J]. 管理学报, 2011(3): 464 - 470.
- [21] 詹雷, 王瑶瑶. 管理层激励、过度投资与企业价值[J]. 南开管理评论, 2013(3): 36 - 46.
- [22] 李莉, 关宇航, 顾春霞. 治理监督机制对中国上市公司过度投资行为的影响研究——论代理理论的适用性[J]. 南开管理评论, 2014(5): 139 - 148.
- [23] 童盼, 陆正飞. 负债融资对企业投资行为影响研究——述评与展望[J]. 会计研究, 2005(12): 71 - 96.
- [24] 佟爱琴, 马星洁. 宏观环境、产权性质与企业非效率投资[J]. 管理评论, 2013(9): 1 - 9.

[责任编辑: 杨凤春]

Nature of Property Right, Debt Financing and Company Investment Behavior

TONG Aiqin, HONG Mianmian

(School of Economics and Management, Tongji University, Shanghai 200092, China)

Abstract: Taking the sample data of Chinese listed companies from 2008 to 2013, this paper, from the perspective of debt governance, studies the debt financing's effect on the investment behavior of different companies with different property rights. The result shows that whole debt financing level is negatively related with company investment, but not all kinds of debt financing can effectively curb excessive investment. Short-term loans and commercial credit both have significant debt governance effect. Long-term loans shows a strong fund support function but with no debt governance effect on investment. And the governance effect of short-term loans in state-owned holding enterprises is more effective than the one in non-state-owned holding enterprises; while long-term loans in non-state-owned holding enterprises show stronger fund support function on investment than the one in state-owned holding enterprises.

Key Words: debt financing; governance effect; investment behavior; nature of property right; inefficient investment; debt governance; capital allocation efficiency; inefficient investment