

债务融资来源异质性与企业投资

——基于宏观经济政策视角

胡文卿,左拙人

(南京大学商学院,江苏南京 210023)

[摘要] 基于债务异质性假说和债务契约理论,从货币政策和税收政策两个角度对我国非金融类上市公司样本进行实证研究,结果表明:在债务融资来源异质性指数与企业投资指标之间存在显著相关关系的基础上,货币政策和财政政策代理变量分别对上述相关关系存在不同的影响。从不同层面探索宏观经济政策因素对企业投融资的作用机理,为植入中国情境的企业财务行为提供了新的视角和经验证据。

[关键词] 债务融资;异质性;投资决策;宏观经济政策;企业投资

[中图分类号] F271.5 **[文献标志码]** A **[文章编号]** 1004-4833(2020)-02-0000-10

一、引言

在传统财务学的“有效市场”假设下,企业财务决策模型并不考虑外部宏观因素。实践中,政策干预这一“有形的手”经常被用于矫正市场失灵、优化资源配置^[1]。我国经济正从高速增长阶段转向高质量发展阶段,宏观经济政策因素对企业债务融资结构、投资决策形成了不同于以往的制约。微观企业根据宏观经济政策对其内外部资源进行整合、重构以及及时调整其财务决策的能力,可能成为其在竞争中生存并取得优势的关键。西方财务学所关注的企业负债融资主要是指“金融性负债”。但对于国内企业来说,债务融资结构中公司债券的发行由于国内债券市场尚不成熟而受限,“经营性负债”则是除了银行借款以外企业经营、投资活动的重要支撑;由此产生的“债务异质性假说”则认为债务融资的来源不同造成了其性质上的差异,并且对企业财务行为具有不同的影响^[2-3]。同时,被传统财务学模型视为外生的宏观经济政策可能通过金融市场摩擦、黏性价格机制等因素传导至微观企业。因此,研究宏观经济政策冲击下异质性融资约束对新兴市场环境下企业投资指标的影响,既关乎经济政策调整,又关乎企业决策,是一个值得探讨的重要问题。

与前人研究相比,本文的贡献主要表现为:第一,遵循债务异质性假说,考虑货币政策、财政政策两类宏观经济政策因素对企业财务变量的影响,为植入中国情境的微观企业研究提供了新的视角和经验证据,有助于更好地理解国内的微观企业如何调整其行为以适应宏观经济政策背景、应对政策变化产生的潜在风险、把握自身发展战略机遇;第二,拓展了宏观因素与微观主体行为之间作用机制的实证证据,加深了对于宏观经济政策有效性的认识,为相关政策的宏观调控提供了一个可能的视角。

二、文献综述

(一) 债务融资来源异质性与企业投资

根据性质差异,债务融资可以分为存在利息税盾效应的金融性债务融资和不存在利息税盾效应的商业信用^[4];按照发行市场的不同,金融性负债可进一步分为私人债务融资和公开债务融资^[5],其中,私人债务融资主要是金融机构借款,公开债务融资则主要是指发行债券募集资金。

很多文献将“经营性负债”归为商业信用,并证实这种负债融资是很多企业的重要资金来源,可以帮助企业节省税收支出、降低交易成本^[6]。相比银行贷款,包括商业信用在内的经营性负债能更好地缓解融资压力,提高

[收稿日期] 2019-07-17

[基金项目] 国家自然科学基金面上项目(71772084)

[作者简介] 胡文卿(1984—),女,江苏淮安人,南京大学商学院博士研究生,从事公司财务管理研究,E-mail:hwq@nju.edu.cn;左拙人(1991—),男,江苏淮安人,南京大学商学院博士研究生,从事股权异质性和公司财务管理研究。

投资效率^[7];商业信用对银行信贷具有显著的替代和补充作用^[8];债务异质性程度可以影响企业现金状况与投资决策之间的相关关系^[9];在利益相关者视角下,金融性负债与经营性负债在促进企业环境信息披露方面具有不同作用^[10]。

(二)利率与企业投融资

利率可以通过银行贷款的数量影响企业投资规模,从而实现货币政策的传导^[11];影子银行的存在则可能减弱货币政策的效果^[12]。在我国,一方面,双轨制的存在使利率在货币政策传导中的作用被扭曲,流动性错配使企业难以获得投资的资金^[13];另一方面,双轨制也可能是货币政策通过利率渠道进行传导的原因^[14]。利率可以通过融资约束影响企业投资行为^[15],由于企业面临不同融资约束程度,利率对其财务行为的影响也不同^[16-17]。

(三)财政政策与企业投融资

一方面,积极的财政政策通过直接补助、税费减免等方式降低企业融资成本^[18-19];扩张性政府支出可以增加经济中的活跃企业数量,通过加强对知识产权的保护、对研发投入的鼓励能够促进企业增加研发投入、提升创新能力^[20-21]。另一方面,财政政策对企业投资存在“挤出效应”,购买性支出的增加可能挤占信贷资源,导致企业融资成本增加并使当期投资显著减少^[22],由于对政府补贴的过度依赖,相关企业可能会进一步扩大投资以至于造成产能过剩、效率损失^[23]。多数研究认为,税负的增加将制约企业投资支出,并带来投资效率的损失^[24-25];金融摩擦会放大税收政策对企业投资的影响^[26]。

无论是利率还是财政政策变量,经济政策因素对企业运行、投融资决策存在深刻影响。而基于西方财务学理论和成熟的市场经济国家实际经验基础上的研究结论是否适用于国内企业则有待进一步验证。作为公司财务的外部环境和政府宏观调控的手段,宏观经济因素被纳入财务学模型均具有重要的理论和现实意义。

三、理论分析和假设提出

根据其是否来自金融市场,债务融资可分为金融性负债和经营性负债;由于前者通常需要还本付息,具有“债务税盾效应”,而后者则通常没有这一效应。进一步地,根据资金募集方式——是否公开发行,金融性负债又可划分为金融机构借款和债券融资。因此,本文将企业债务融资分为金融机构借款、应付债券、经营性负债和其他负债四种,并在此基础上计算出债务异质性指数,用以度量企业债务融资结构和离散程度。

就金融机构借款而言,金融性负债的债权人往往相对具有专业优势和完善的风险控制体系,对于债务人企业信息披露的要求较高,更有能力发挥其治理作用;由于金融性负债履约机制更为严格,银行等金融机构能够通过强制措施要求企业还本付息或者清算,企业管理层迫于持续经营或者破产风险的压力,在履约期间可能会积极披露相关信息并保持较好的公司治理。金融性负债融资一方面可能促使股东为防止投资收益更多地流向债权人而投资不足,另一方面可能鼓励股东采取将财务从债权人手中转移到自己手中的资产替代行为。

对于发行债券融资的企业来说,第一,债务契约约束了发行人和债权人双方的权利和义务,能够在一定程度上缓解股东与债权人之间的代理冲突,降低债券融资成本。第二,较好的经营业绩一方面可以为企业按时还本付息提供必要的现金流,另一方面可以使企业未来违约的可能性降低^[27],因此债券发行企业的管理层需要致力于争取更好的经营业绩以降低融资成本、维持还本付息能力。第三,股利支付率较高的公司往往具有较高的发展前景^[28],管理层有动机提高其股利支付率以降低其债券融资成本,而这一行为将进一步减少可以自由支配的现金流。

基于商业信用的经营性负债的债权人通常来自于产品市场中企业供应链上的供应商和其他利益相关方,因延期交付、预收款项或合同负债等形成借贷关系,财务上通常体现为短期负债。债权人基于商业契约关系建立和维护的考虑,往往不参与债务人企业的公司治理,履约机制也相对较为宽松;同时,他们能够以较低的成本及时获得债务人的信息,可以利用其供应链优势或再融资约束等方式避免下游企业违约;而债务人企业对于由经营性负债而形成的存货等资产的挪用,相比金融机构借款来说难度更大。当经营性负债的占比相对较高时,一方面,股东无须为防止投资收益更多地流向经营性负债的债权人而放弃前景较好的投资项目;另一方面,由于债务成本较低以及不用受制于固定本息的偿还,经营性负债能够有效降低由于资产替代产生的代理成本,有助于从总体上提升投资效率。上述事项意味着经营性负债的债权人在某些方面对于债务企业来说具有较强的控制力,而在另外一些方面则可能通过多元化渠道缓解其融资约束,从而可能对其非效率投资行为产生制约。

在债务融资多元化程度较高的情况下,通常表明债务企业可能要面临包括金融机构、债券投资人、商业信用提供者以及其他各种类型债权人的多重监督和契约条款的约束;债务融资的相机治理既能有效缓解债权人与股东之间的代理冲突,又能在一定程度上防范大股东侵占小股东利益的“隧道行为”;多元化债务融资的引入能够通过降低股权融资需求间接提高管理者持股比例,代替股利促使管理层有效履行支付未来现金流的承诺,并降低自由现金流代理成本,从而促进管理层努力工作以提升业绩,抑制其过度投资的冲动。基于债务契约理论,契约中的相关具体条款可能通过破产清算、替换管理层等方式缓解代理冲突,减少非效率投资。异质性债务融资带来的多重治理效应将更好地促进投资效率。由此,本文提出 H_{1a} 和 H_{1b} 。

H_{1a} : 债务异质性指数与投资规模负相关;

H_{1b} : 债务异质性指数与投资效率正相关。

根据凯恩斯学派的利率理论,经济繁荣时,信用扩张增加货币供给导致流动性偏好降低、利率下降;此时债务异质性较高的企业可以从多种渠道获得融资,这些债务在一定程度上弥补了企业投资项目的资金缺口。当企业受到正向的利率冲击时,企业债务融资的风险溢价将显著上升^[29];企业在本身就具有较高融资约束的情况下不得不争取其他渠道的债务融资,此时异质性债务融资所带来的债务契约治理合力对于企业投资规模的约束和限制增加,进一步放大融资约束企业的困境。例如,当利率上升时,无风险利率的增加使得债券投资人要求更多的风险补偿,信用价差和债券到期收益率的提高将直接导致企业当期现金流减少;与此同时,为应对融资成本的增加,企业可能需要考虑内源融资等其他融资负债,或者接受较高的影子银行价格,以上因素使得管理层不得不压缩其投资支出。因此,利率的上升放大了企业融资困境,表现为债务异质性指数与投资规模之间的负相关关系增强。

鉴于在过去很长一段时间里,我国处于缓慢推进的利率市场化进程中,作为价格型调节工具的利率可能无法较好地反映资本的风险定价,其产生的价格信号并未达到资源的有效配置;体制因素导致一些国有企业对于利率的调节作用并不敏感,在政府的隐形担保下,利率的正向冲击可能使得更多信贷资源流向国有企业,异质性债务融资对投资效率的促进作用将被削弱。同时,一些受到“信贷歧视”的非国有企业则在利率上升时面临更为艰难的融资环境,投资不足的问题可能更加突出。由此,本文提出 H_{2a} 和 H_{2b} 。

H_{2a} : 利率上升,债务异质性指数与投资规模之间负相关关系增强;

H_{2b} : 利率上升,债务异质性指数与投资效率之间正相关关系减弱。

财政扩张行为可以增加非政府部门的资源、增加社会总需求;同时,企业以其提供的商品和服务换取政府支出提供的货币,从而增加其净资产并提高对风险资产的配置,企业融资环境趋于宽松;当债务异质性程度较高时,可支配自由现金流增加使得企业可能倾向于通过增加融资规模、上马新的项目以满足其未来发展的需要。但是,财政政策总是存在一定的时滞——制定时滞和执行时滞,它们使得财政政策则具有顺周期特征。在经济政策不确定的情况下,借款企业的债权人以及各利益相关者出于对未来风险的担忧和面临涉及未来现金流判断偏差增加的状况,可能会增加外部融资的风险溢价,此时各种债务契约带来的叠加效应可能会使得债务异质性程度与企业投资支出规模之间的负相关关系增强。

财政支出增长率增加意味着政府行政干预力度增强,要素市场扭曲导致资源的概率增加并且抑制企业生产率的改进^[30];同时,国有企业往往承担了大量社会职能,在扩张的财政政策下,国有企业往往会承接更多来自政府的订单。上述情况很可能阻碍了多元债务融资治理机制的发挥,此时较高的债务异质性程度难以抑制相关企业的非效率投资状态。由此,本文提出 H_{3a} 和 H_{3b} 。

H_{3a} : 财政支出增长率上升,债务异质性指数与投资规模之间的负相关关系增强;

H_{3b} : 财政支出增长率上升,债务异质性指数与投资效率之间的正相关关系减弱。

税收因素对企业外部融资和经营环境产生直接影响。较低的税率可以从总体上提升资源配置效率、改进要素市场扭曲程度、提升全要素生产率^[31],同时节约公司税收支出、增加现金流。此时当债务异质性程度增加,一种可能的情况是,其外部融资需求大、融资约束高,而相对低的税率水平虽然节约了税收支出,但折旧抵税带来的利益贴现值较小,即便企业在本期增加投资,但考虑到未来折旧费用的减少、债务税盾价值的下降或者税负下降的益处无法弥补其带来的投资效率的损失等原因,对于未来期间的投资支出仍将保持谨慎的态度。另一种可能的情况是,考虑到债务利息具有税前抵扣的债务税盾效应,当税率下降时,企业通过债务税盾效应获得的税收收益降低,通过债务利息率削减企业所得税支出的动机也随之下降^[4];相应地,此时经营性负债等不具有债务税

盾效应的债务融资在企业总负债中所占比例相对升高,多重债务契约可以更好地约束企业投资规模。

税率上升时,债务的税盾效应使得企业有动机追求更多的有息债务融资;而当避税难度增加时,企业税后现金流下降促进了避税活动;尤其是融资约束程度较高的企业,商业信用负债规模更高^[4],企业避税强度与其资产负债率呈负相关关系。另外,现行税制的税收征管存在一定的自由量裁权,可能影响到企业实际税负,例如通过降低征管强度吸引企业投资^[32]。税收征管强度与企业避税的机会成本呈正相关,此时根据“非债务税盾”理论,随着企业避税活动而减少,企业有动机增加有息负债规模。因此,实际税负上升可能增强企业对外部债务融资的依赖,而在“征税效应”下,企业避税强度下降,但融资约束程度较高的企业仍会寻求更多的经营性负债,以上行为促进了债务异质性程度对企业投资效率的正相关关系。由此,本文提出 H_{4a} 和 H_{4b} 。

H_{4a} :实际税率下降,债务异质性指数与投资规模之间的负相关关系增强;

H_{4b} :实际税率上升,债务异质性指数与投资效率之间的正相关关系增强。

四、研究设计

(一)变量定义

1.因变量

(1)本文参考辛清泉等^[33]的相关研究,使用现金流量表中关于“构建固定资产、无形资产和其他资产所支付的现金”这一科目所披露的数值除以资产负债表“期末总资产”的数值来衡量企业投资规模;用“构建固定资产、无形资产和其他资产所支付的现金”减去“处置固定资产、无形资产和其他资产所收到的资金”后除以“期末总资产”的数值计算“投资支出净额”。(2)本文参考 Richardson^[34]估计企业投资效率,先使用该模型估算出年度投资规模理想值,再取回归残差(实际投资规模减去上述理想值),作为实际投资支出偏离预期值的程度来衡量投资效率。

2.解释变量

(1)债务融资来源异质性。本文借鉴胡建雄和茅宁^[35]的相关研究,债务异质性指数= $[1-(金融机构借款^2+经营性负债^2+应付债券^2+其他负债^2)]/[1-1/4]$ 。(2)货币政策变量。一些研究认为,相比货币供应量,我国的利率水平可以衡量货币政策扰动^[36]。鉴于国内利率市场化改革进程,参照国内学者通常采用的处理方法,本文使用上海银行间同业拆放利率及其变化率作为利率的代理变量。(3)财政政策变量。借鉴唐齐鸣和王彪^[37]的做法,本文使用中央和地方财政支出增长率以及企业实际税负作为财政政策代理变量。

3.控制变量

根据吕明晗等^[10]相关研究,本文选取

表1 主要变量表

变量名称	变量符号	定义及备注
债务融资来源异质性指数	<i>Dhi</i>	$[1 - (金融机构借款^2 + 经营性负债^2 + 应付债券^2 + 其他负债^2)]/[1-1/4]$;其中,经营性负债=(应付账款+应付票据+预收账款+长期应付款+应付职工薪酬+应交税费)/期末负债总额
企业投资支出规模	<i>Inv</i>	(购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金)/期末资产总额
企业投资支出净额	<i>NetInv</i>	(购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金-处置上述收回的现金净额)/期末资产总额
投资效率	<i>InvEff</i>	<i>Inv</i> 残差绝对值代表投资偏离理想值的程度
货币政策代理变量	<i>Shibor</i>	上海银行间同业拆放利率(一周)作为市场利率的代理变量
货币政策代理变量	<i>Shiborgro</i>	上海银行间拆放利率(一周)变化率
财政政策代理变量	<i>FiscalEx</i>	中央和地方财政支出增长率
财政政策代理变量	<i>Tax</i>	企业实际税率
公司规模	<i>Size</i>	期末总资产取自然对数
上市年限	<i>Age</i>	企业公开上市年限
每股收益	<i>EPS</i>	每股市价/每股利润
产权性质	<i>State</i>	最终控制人性质
托宾Q	<i>Tobinq</i>	(流通股市值+非流通股净资产值+净债务市值)/期末资产总额
营运能力	<i>CATurn</i>	流动资产周转率=营业收入/流动资产
杠杆能力	<i>Lev</i>	一年内到期的非流动负债/流动资产
资产流动性	<i>Liquity</i>	(流动资产-流动负债)/资产总额
现金比率	<i>CashRatio</i>	期末现金及现金等价物/资产总额
资产收益率	<i>ROA</i>	净利润/资产总额
董事会规模	<i>Board</i>	董事人数之和
董事持股比例之和	<i>Boardshare</i>	董事持股比例相加
董监高平均薪酬	<i>Salary</i>	董监高薪酬之和/董监高人数
独董占董事会比例	<i>IndDir</i>	独立董事人数/董事会规模
四大委员会设置	<i>Four</i>	根据四大委员会设置情况取值0-4
内控缺陷	<i>ICdefect</i>	年报中披露其存在内控缺陷则取值为1,否则为0
控制权人表决权	<i>Vote</i>	实际控制人的表决权,表示其对企业的控制力
行业控制变量	<i>Industry</i>	行业虚拟变量
年度控制变量	<i>Year</i>	年度虚拟变量

基本的公司特征变量包括公司规模(*Size*)、公开上市年限(*Age*)、最终控制人性质(*State*),选取每股收益(*EPS*)、流动资产周转率(*CAturn*)、资产收益率(*ROA*)代表企业盈利能力,选取杠杆能力(*Lev*)等代表企业资本结构和融资状况。

根据左拙人和胡文卿^[38]的相关研究,本文选取董事会规模(*Board*)、董事持股比例之和(*BoardShare*)、董监高平均薪酬(*Salary*)以及独立董事占比(*IndDir*)来衡量公司治理情况;选取内控审计是否披露(*ICaudit*)、内控缺陷(*ICdefect*)、控制人表决权(*Vote*)等表示企业内部控制水平。

(二)样本选择和数据来源

本文使用沪深A股主板上市公司2000—2015年的年报数据作为样本,微观企业财务与公司治理数据来自国泰安CSMAR数据库,宏观数据来自WIND金融终端。由于相关数据的可得性,本文选取2000年作为样本起点,并对样本数据进行如下筛选:删除金融类上市公司、删除关键财务数据缺失的上市公司、删除ST的上市公司样本。为缓解极端值对结论的影响,本文对所有连续变量进行上下1%的缩尾处理,最终得到10989笔数据,属于非平衡面板数据。对于可能存在的截面相关问题,本文对回归结果的标准误经过公司层面的聚类调整。

(三)模型设定

鉴于左拙人和胡文卿^[38]、倪婷婷和王跃堂^[39]的相关研究,构建如下模型,其中模型(1)和模型(2)对应的因变量为企业投资支出规模,模型(3)和模型(4)对应的因变量为投资效率指标:

$$Inv_{it}(NetInv_{it}) = \alpha_0 + \alpha_1 Dhi_{it-1} + \alpha_2 Macropolicy_{it} + \alpha_3 Control_{it} + Industry + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

$$Inv_{it}(NetInv_{it}) = \alpha_0 + \alpha_1 Dhi_{it-1} + \alpha_2 Macropolicy_{it} + \alpha_3 Dhi_{it-1} \times Macropolicy_{it} + \alpha_4 Control_{it} + Industry + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

$$InvEff_{it} = \beta_0 + \beta_1 Dhi_{it-1} + \beta_2 Macropolicy_{it} + \beta_3 Control_{it} + Industry + \varepsilon_{it} \quad (3)$$

$$InvEff_{it} = \beta_0 + \beta_1 Dhi_{it-1} + \beta_2 Macropolicy_{it} + \beta_3 Dhi_{it-1} \times Macropolicy_{it} + \beta_4 Control_{it} + Industry + \varepsilon_{it} \quad (4)$$

考虑到反向因果导致的内生性问题,上述模型中的企业债务异质性指数设为滞后一期。模型(3)和模型(4)中投资效率变量是依据辛清泉等^[33]和Richardson^[34]对投资效率的衡量方法,对下述模型估算残差绝对值计算得出:

$$Inv_{it} = \gamma_0 + \gamma_1 CashRatio_{it-1} + \gamma_2 Lev_{it-1} + \gamma_3 Size_{it-1} + \gamma_4 Inv_{it-1} + \gamma_5 Tobinq_{it-1} + \gamma_6 EPS_{it-1} + \gamma_7 Age_{it-1} + \gamma_8 State_{it-1} + Year + Industry + \varepsilon_{it} \quad (5)$$

五、实证结果与分析

(一)描述性统计

如表2所示,样本中表示企业投资规模变量的均值显著大于中位数,说明在样本数据中部分企业过度投资问题较为严重。另外,企业投资净额(*NetInv*)的方差相较于投资支出绝对值有所增加,说明样本公司的投资水平差异较大。衡量投资效率的变量(*InvEff*)各分位数差距较大,说明样本公司的非效率投资普遍存在。

(二)相关性分析

相关性检验表明,样本中企业债务异质性指数与投资支出规模、投资支出净额、投资偏离理想值程度均存在显著负相关关系,说明债务异质性程度对企业投资决策具有显著影响,在减少投资规模的基础上,还进一步改善了非效率投资,这与前文理论分析中的观点相符,初步验证了前文假设。债务异质性指数分别与货币政策的代理变量相乘得到的交乘项系数均显著,初步说明经济政策因素对于企业债务融资来源异质性指标和投资决策之间的相关关系具有显著影响。

(三)多元回归分析

如表3所示,列(1)、列(2)对应模型(1)。其中债务异质性指数(*Dhi*)的系数在1%的水平上显著为负, H_{1a} 得到验证。在列(3)中,加入利率相关变量后,*Dhi*与*Shibor*的交互项系数显著为负。这表明当利率上升时,项目要求报酬率的相应提高也使得原本NPV为正的项目不再合适投资,债务融资成本上升使得企业重新考虑其融资结构,减少相关负债的持有从而导致资金相对短缺,资金压力和投资项目的变化均使得企业降低投资支出。因此,利率水平的升高使债务异质性程度对企业投资支出规模的约束力上升,由此验证了 H_{2a} 。表3中列(5)、列(7)分别对应模型(1)和模型(2),因变量为企业净投资支出规模(*NetInv*)。列(5)和列(7)中,债务异质性指标的系数均显著为负,再次验证了 H_{1a} 。同时,列(7)中的交互项系数显著为负,说明即使用净投资支出规模作为因变量, H_{2a}

依然成立。表3中列(2)、列(4)、列(6)、列(8)中涉及的货币政策为上海银行间同业拆放利率增长率(*Shiborgro*),其回归结果与前文类似。

表4中因变量为企业投资效率(*InvEff*),表中列(1)、列(2)对应模型(3),列(3)、列(4)对应模型(4)。从各列结果来看,债务异质性指数(*Dhi*)对于投资效率(*InvEff*)存在正相关关系,由此验证了 H_{1b} 。列(3)显示,*Dhi*与*Shibor*的交互项显著为正, H_{2b} 得到验证。表4列(2)、列(4)对应调节变量为上海银行业同业拆放利率增长率(*Shiborgro*),结论同前。

财政政策对上市公司债务异质性指数与公司投资支出水平相关关系影响机制的多元回归分析结果如表5和表6所示。表5的列(1)至列(4)对应的因变量为企业投资支出规模,其中列(3)中*Dhi*与财政支出增长率的交互项系数在1%的水平上显著为负,从而验证了 H_{3a} 。表5的列(2)、列(4)、列(6)、列(8)是以实际税率作为衡量财政政策代理变量的回归结果。列(4)、列

表2 描述性统计

variable	N	mean	p25	p75	p50	variance	min	max
<i>Inv</i>	10989	0.050	0.009	0.063	0.026	0.032	0.000	14.622
<i>NetInv</i>	10989	0.046	0.007	0.061	0.025	0.045	-11.525	14.617
<i>InvEff</i>	10989	0.000	-0.866	0.866	0.000	1.000	-1.730	1.732
<i>Dhi</i>	10989	0.688	0.608	0.819	0.730	0.033	0.000	0.999
<i>Shior</i>	10989	2.924	2.259	3.583	2.470	0.599	2.135	4.078
<i>Shiborgro</i>	10989	0.127	-0.132	0.169	0.023	0.138	-0.321	0.882
<i>FiscalEx</i>	10989	0.156	0.118	0.190	0.156	0.002	0.083	0.216
<i>Tax</i>	10989	0.180	0.074	0.259	0.166	0.284	-9.641	25.334
<i>Size</i>	10989	21.700	20.792	22.450	21.568	1.770	16.117	28.509
<i>Tobinq</i>	10989	1.874	0.774	2.246	1.325	6.487	0.000	92.109
<i>Vote</i>	10989	0.256	0.000	0.444	0.255	0.054	0.000	0.980
<i>Salary</i>	10989	4.760	4.583	5.291	4.986	1.180	0.000	6.646
<i>CashRatio</i>	10989	0.206	0.000	0.140	0.033	2.435	-0.061	82.731
<i>CAturn</i>	10989	1.032	0.298	1.262	0.660	3.643	0.000	80.029
<i>Lev</i>	10989	0.045	0.000	0.055	0.001	0.007	0.000	0.660
<i>Liquity</i>	10989	0.118	-0.018	0.296	0.136	0.170	-11.994	0.959
<i>EPS</i>	10989	-0.039	0.024	0.100	0.061	57.255	-78.395	51.454
<i>ICdefect</i>	10989	0.185	0.000	0.000	0.000	0.151	0.000	1.000
<i>ROA</i>	10989	0.033	0.012	0.061	0.034	0.009	-1.997	2.933
<i>Board</i>	10989	9.318	8.000	11.000	9.000	4.975	0.000	19.000
<i>BoardShare</i>	10989	0.011	0.000	0.000	0.000	0.004	0.000	0.806
<i>IndDir</i>	10989	0.293	0.273	0.364	0.333	0.019	0.000	0.800
<i>Four</i>	10989	1.442	0.000	4.000	0.000	3.474	0.000	4.000
<i>Age</i>	10989	9.264	4.000	14.000	9.000	34.050	0.000	24.000
<i>State</i>	10989	0.294	0.000	1.000	0.000	0.207	0.000	1.000

表3 债务异质性指数与企业投资规模(货币政策代理变量作为调节变量)

	<i>Inv</i>				<i>NetInv</i>			
	模型(1)		模型(2)		模型(1)		模型(2)	
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
<i>Dhi</i>	-0.0533*** (-3.92)	-0.0527*** (-3.88)	-0.0437*** (-3.17)	-0.0583*** (-4.29)	-0.0425*** (-3.64)	-0.0421*** (-3.60)	-0.0351*** (-2.96)	-0.0461*** (-3.95)
<i>Shibor</i>	0.0301** (1.96)		0.0280* (1.82)		0.0232* (1.76)		0.0216 (1.64)	
<i>Shiborgrowth</i>		0.0282** (2.43)		0.0252** (2.18)		0.0594** (2.01)		0.0179* (1.80)
<i>Dhi</i> × <i>Shibor</i>			-0.0438*** (-3.96)				-0.0337*** (-3.55)	
<i>Dhi</i> × <i>Shiborgro</i>				-0.0828*** (-7.39)				-0.0772*** (-5.13)
<i>Size</i>	-0.3226*** (-11.72)	-0.3884*** (-10.72)	-0.3207*** (-11.86)	-0.3951*** (-10.92)	-0.2550*** (-10.76)	-0.2542*** (-10.74)	-0.2467*** (-10.37)	-0.2528*** (-10.70)
<i>CashRatio</i>	0.0118 (1.19)	0.0123 (1.24)	0.0113 (1.14)	0.0126 (1.28)	0.0111 (1.30)	0.0114 (1.34)	0.0107 (1.25)	0.0117 (1.38)
<i>Tobinq</i>	-0.0753*** (-4.40)	-0.0760*** (-4.54)	-0.0765*** (-4.48)	-0.0764*** (-4.48)	-0.0709*** (-4.83)	-0.0712*** (-4.85)	-0.0719*** (-4.89)	-0.0715*** (-4.88)
<i>CAturn</i>	0.0653*** (4.90)	0.0657*** (4.93)	0.0651*** (4.89)	0.0773*** (4.99)	0.0609*** (5.32)	0.0612*** (5.34)	0.0607*** (5.30)	0.0617*** (5.40)
<i>Lev</i>	0.0039 (0.29)	0.0044 (0.33)	0.0015 (0.11)	0.0016 (0.12)	0.0023 (0.20)	0.0026 (0.23)	0.0004 (0.04)	0.0006 (0.05)
<i>Liquity</i>	0.0149 (0.87)	0.0161 (0.94)	0.0155 (0.91)	0.0210 (1.23)	0.0161 (1.09)	0.0169 (1.15)	0.0166 (1.12)	0.0204 (1.39)
<i>EPS</i>	0.0138 (1.50)	0.0141 (1.53)	0.0153* (1.67)	0.0253*** (2.72)	0.0112 (1.42)	0.0113 (1.43)	0.0137 (1.64)	0.0194** (2.42)
<i>Salary</i>	-0.0100 (-0.53)	-0.0107 (-0.56)	-0.0104 (-0.55)	-0.0104 (-0.55)	-0.0096 (-0.59)	-0.0100 (-0.62)	-0.0099 (-0.61)	-0.0098 (-0.61)
<i>Age</i>	0.0063** (2.41)	0.0867*** (4.10)	0.0575** (2.21)	0.0818*** (3.84)	0.0486** (2.17)	0.0681*** (3.71)	0.0446** (1.99)	0.0639*** (3.48)
<i>State</i>	0.0828** (1.97)	0.0812* (1.94)	0.0861** (2.51)	0.0836** (2.00)	0.0671* (1.86)	0.0659* (1.83)	0.0697** (1.93)	0.0677* (1.88)
<i>ICdefect</i>	-0.0068 (-0.52)	-0.0036 (-0.28)	-0.0055 (-0.42)	-0.0020 (-0.16)	-0.0074 (-0.67)	-0.0052 (-0.74)	-0.0064 (-0.58)	-0.0041 (-0.37)
<i>Vote</i>	-0.0243* (-1.76)	-0.0289* (-2.13)	-0.0213 (-1.54)	-0.0252* (-1.87)	-0.0186 (-1.57)	-0.0222* (-1.90)	-0.0163 (-1.37)	-0.0195* (-1.68)
<i>Industry</i>				已控制				
F值	21.71	21.87	21.34	24.16	19.47	19.54	19.03	20.84
R-sq	0.0306	0.0308	0.0314	0.0363	0.0275	0.0276	0.0288	0.0315
P	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000

注:***、**、*分别表示在1%、5%、10%的水平上显著,下同。

(8)中的交互项系数均在5%的水平上显著为正,验证了H_{4a}。

表5中列(5)、列(7)因变量为企业净投资支出规模(NetInv)。列(7)中的交互项在显著为负,说明即便用投资支出净额的规模作为因变量,财政收入增长率对企业债务异质性指数和投资支出净额之间的相关关系存在显著正向调节效应,H_{3a}依然成立。

表6则验证了因变量为企业投资效率(InvEff)下,财政政策代理变量对Dhi对因变量的影响变化。列(3)加入Dhi与财政支出增长率的交互项后,债务异质性指数的系数保持在1%的水平上显著为负的同时,交互项系数显著为正。

财政支出增长率上升也意味着政策因素对要素市场的干预增加,债务异质性指数与投资效率的正相关关系减弱,由此验证了H_{3b}。

表中列(2)、列(4)分别对应模型(3)和模型(4);列(4)则为本文关心的Dhi与实际税率交互项的系数,回归结果显示,债务异质性指数的系数保持显著为负的同时,该交互项系数在5%的水平上显著为负,验证了H_{4b}。

(四)稳健性检验和内生性讨论

1.使用结构方程检验模型设定。本文采用结构方程模型研究上述货币政策和财政政策的代理变量对债务异质性指数与企业投资指标之间相关关系的影响机制后发现,利率相关变量、财政支出增长率以及实际税率等变量对于债务融资来源异质性和企业投资指标之间的相关关系存在显著的调节效应,结论与前文论述一致。从拟合优度指标来看,RMSEA显著小于0.08,CFI值都在0.9以上,SRMR明显小于0.008,说明前文中设定的模型得到了较好的拟合效果。

2.内生性检验。考虑到债务异质性指数与企业投资变量之间的显著相关关系可能是由于某些未列在模型内的遗漏变量所致,因此本文使用了固定效应模型和主要解释变量的一阶滞后项来缓解该类内生性问题。

针对主假设中可能存在的样本选择偏误引致的内生性问题,本文使用倾向得分匹配法(PSM)进行了检验。本文将债务融资来源异质性程度较高的样本观测

表4 债务异质性指数与企业投资效率(货币政策代理作为调节变量)

	InvEff			
	模型(3)		模型(4)	
	(1)	(2)	(3)	(4)
Dhi	-0.0345*** (-3.19)	-0.0336*** (-3.11)	-0.0420*** (-3.62)	-0.0358** (-3.30)
Shibor	0.0611*** (2.86)		0.0626*** (2.93)	
Shiborgro		0.0252** (2.79)		0.0258*** (2.85)
Dhi×Shibor			0.0171* (1.75)	
Dhi×Shiborgro				0.0168** (1.96)
Industry	已控制			
F值	24.63	24.60	23.10	23.13
R-sq	0.0427	0.0426	0.0428	0.0431
p	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000

表5 债务异质性指数与企业投资规模(财政政策代理变量作为调节变量)

	Inv		NetInv					
	模型(1)		模型(2)		模型(1)		模型(2)	
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
Dhi	-0.0525*** (-3.86)	-0.0658*** (-3.80)	-0.0617*** (-4.51)	-0.0657*** (-3.80)	-0.0419*** (-3.59)	-0.0516*** (-3.47)	-0.0484*** (-4.11)	-0.0516*** (-3.47)
FiscalEx	0.0220** (2.03)		0.0216** (2.00)		0.0163* (1.75)		0.0160* (1.72)	
Tax		-0.0037 (-0.33)		-0.0046 (-0.96)		-0.0031 (-0.32)		-0.0105 (-1.03)
Dhi×FiscalEx			-0.0537*** (-5.38)				-0.0373*** (-4.35)	
Dhi×Tax				0.0309*** (2.20)				0.0297** (2.46)
Industry	已控制							
F值	21.73	29.63	22.28	27.81	19.47	28.00	19.46	26.38
R-sq	0.0307	0.0548	0.0336	0.0554	0.0275	0.0516	0.0295	0.0524
P	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000

表6 债务异质性指数与企业投资效率(财政政策代理变量作为调节变量)

	InvEff			
	模型(3)		模型(4)	
	(1)	(2)	(3)	(4)
Dhi	-0.0329*** (-3.05)	-0.0344*** (-3.17)	-0.0309** (-2.84)	-0.0343*** (-3.17)
FiscalEx	0.0324** (3.97)		0.0340*** (4.13)	
Tax		-0.0073 (-1.01)		-0.0016 (-0.21)
Dhi×FiscalEx			0.0004* (1.68)	
Dhi×Tax				-0.0293** (-2.55)
Industry	已控制			
F值	25.24	24.27	23.64	23.02
R-sq	0.0437	0.0422	0.0441	0.0431
p	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000

表7 稳健性检验(1)

变量	Inv			
	(1)	(2)	(3)	(4)
<i>Dhi</i>	-0.1478*** (-4.44)	-0.0538*** (-4.03)	-0.0188*** (-6.14)	-0.1091*** (-5.85)
<i>Shibor</i>	0.0364 (1.61)			
<i>Shiborgro</i>		0.0287 (1.62)		
<i>FiscalEx</i>			0.0243 (1.58)	
<i>Tax</i>				0.0013 (0.08)
<i>Dhi</i> × <i>Shibor</i>	-0.1007*** (-2.98)			
<i>Dhi</i> × <i>Shibor</i> <i>gro</i>		-0.0961*** (-6.16)		
<i>Dhi</i> × <i>FiscalEx</i>			-0.0880*** (-5.49)	
<i>Dhi</i> × <i>Tax</i>				-0.0776*** (-3.89)
<i>Size</i>	-0.1225*** (-6.83)	-0.1146*** (-6.65)	-0.1182*** (-6.86)	-0.1151*** (-6.65)
<i>Tobinq</i>	-0.1155*** (-5.86)	-0.1131*** (-5.76)	-0.1122*** (-5.69)	-0.1132*** (-5.76)
<i>Vote</i>	-0.0225 (-1.62)	-0.0172 (-1.25)	-0.0127 (-0.92)	-0.0134 (-0.98)
<i>Salary</i>	0.0010 (0.05)	0.0099 (0.51)	0.0139 (0.72)	0.0094 (0.48)
<i>Age</i>	-0.0923*** (-5.02)	-0.0636*** (-4.18)	-0.0564*** (-3.69)	-0.0667*** (-4.32)
<i>State</i>	0.0616*** (2.95)	0.0785*** (2.73)	0.0899*** (2.78)	0.0755** (2.62)
<i>CashRatio</i>	0.0336*** (2.95)	0.0363*** (3.19)	0.0372*** (3.28)	0.0355*** (3.12)
<i>CAturn</i>	0.2050*** (14.34)	0.2081*** (14.60)	0.0210*** (14.69)	0.2066*** (14.47)
<i>Lev</i>	0.0209 (1.45)	0.0193 (1.33)	0.0193 (1.33)	0.0198 (1.36)
<i>Liquity</i>	-0.0142 (-0.78)	-0.0080 (-0.44)	0.0060 (0.33)	-0.0104 (-0.57)
<i>EPS</i>	0.0161 (1.61)	0.0247** (2.44)	0.0208** (2.07)	0.0154 (1.54)
<i>ICdefect</i>	0.0006 (0.04)	0.0149 (1.08)	0.0148 (1.07)	0.0613 (0.44)
<i>RMSEA</i>	0.025<0.08	0.025<0.08	0.024<0.08	0.024<0.08
<i>CFI</i>	0.997>0.9	0.997>0.9	0.997>0.9	0.997>0.9
<i>SRMR</i>	0.006<0.008	0.006<0.008	0.006<0.008	0.006<0.008

表8 稳健性检验(2)

变量	InvEff			
	(1)	(2)	(3)	(4)
<i>Dhi</i>	-0.0613** (-2.23)	-0.0230** (-2.11)	-0.0217** (-2.06)	-0.0282*** (-3.16)
<i>Shibor</i>	0.0290 (1.55)			
<i>Shiborgro</i>		0.0483*** (3.28)		
<i>FiscalEx</i>			0.0396*** (3.11)	
<i>Tax</i>				-0.0084*** (-16.86)
<i>Dhi</i> × <i>Shibor</i>	0.0930*** (3.31)			
<i>Dhi</i> × <i>Shibor</i> <i>gro</i>		0.0222* (1.74)		
<i>Dhi</i> × <i>FiscalEx</i>			0.0067** (2.51)	
<i>Dhi</i> × <i>Tax</i>				-0.0176* (-1.84)
<i>Size</i>	-0.1435*** (-9.64)	-0.1398*** (-9.87)	-0.1383*** (-9.78)	-0.1371*** (-9.69)
<i>Tobinq</i>	0.0162 (1.00)	0.0106 (0.65)	0.0075 (0.46)	0.0153 (0.95)
<i>Vote</i>	-0.0095 (-0.77)	-0.0137 (-0.86)	-0.0037 (-0.30)	-0.0089 (-0.73)
<i>Salary</i>	-0.0415*** (-2.49)	-0.0440*** (-2.67)	-0.0424** (-2.57)	-0.0426** (-2.59)
<i>Age</i>	0.0832*** (5.18)	0.0882 (6.16)	0.0916*** (6.81)	0.0842 (0.73)
<i>State</i>	0.1019*** (4.02)	0.1047*** (4.16)	0.1089*** (4.33)	0.1073*** (2.59)
<i>ROA</i>	-0.0111 (-0.91)	-0.0135 (-1.12)	-0.0151 (-1.25)	0.1073*** (6.32)
<i>Board</i>	-0.0156 (-1.42)	-0.0155 (-1.41)	-0.0189* (-1.37)	0.0163*** (4.26)
<i>BoardShare</i>	0.0077 (0.54)	0.0067 (0.48)	0.0096 (0.69)	-0.0060 (-1.06)
<i>IndDir</i>	0.0194 (1.30)	0.0176 (1.18)	0.0093 (0.67)	-0.0203 (-1.48)
<i>Four</i>	-0.1923*** (-16.76)	-0.1939*** (-16.94)	-0.1937*** (-16.95)	-0.1927*** (-16.86)
<i>RMSEA</i>	0.025<0.08	0.024<0.08	0.024<0.08	0.024<0.08
<i>CFI</i>	0.997>0.9	0.997>0.9	0.997>0.9	0.997>0.9
<i>SRMR</i>	0.006<0.008	0.006<0.008	0.006<0.008	0.006<0.008

值(*Dhi* 指标大于其上四分位的数据)作为处理组,将其他债务异质性程度较低的样本观测值作为控制组,并按照多种匹配方式分别对两组样本数据进行配对,使处理组与控制组样本除了债务异质性程度的差异外,其他控制变量尽可能相似。倾向得分匹配的平衡性检验结果显示,匹配之后相关控制变量的标准化偏差小于5%,这表明匹配后债务异质性程度较高的处理组和债务异质性程度较低的控制组在公司特征变量方面的差异较小。同时,*t* 检验结果显示,处理组和控制组存在显著差异,从而拒绝了原假设,使用配对后得到的样本重新估计的结果与前文中的结论保持一致。

六、研究结论与实践启示

本文从货币政策和财政政策两个维度分析了债务异质性指数对企业投资相关指标的影响机制,实证考察了

宏观经济政策因素与企业投融资行为的互动关系,得到以下结论:在样本期间,在考虑宏观经济政策因素后,利率降低虽然可能导致债务异质性程度对企业投资支出规模的约束力减弱,但投资效率依然能随债务异质性的升高而保持较高水平。对于财政政策,财政支出增长率上升使得债务异质性指数对企业投资规模的约束作用上升,而对债务异质性指数与投资效率之间的相关关系存在逆向调节作用;另外,实际税率上升时,债务异质性指数与投资规模的负相关关系增强,而税负下降时,债务异质性指数对企业投资效率的促进作用也随之下降。

以上研究对于提高企业财务行为效率,完善资本市场相关监管等具有一定的现实意义。对于企业而言,可以充分运用逆周期的调控政策服务于自身发展战略,例如,当利率下降时,调整融资结构可以降低融资成本,缓解代理问题,在财政政策有利于研发支出时,通过增加相关投入促进企业总体生产率。

对于宏观政策制定,保持稳健的货币政策可能是合适的选择;结构化的财政政策可能更有助于资源的优化配置、推动生产率提高。相关部门应充分认识到要素市场化改革对于改善资源配置的重要意义,真正发挥政府“有形之手”和市场“无形之手”对于改善企业债务融资结构、提升投资效率的重要作用。

参考文献:

- [1] 郭长林. 积极财政政策、金融市场扭曲与居民消费[J]. 世界经济, 2016(10):28-52.
- [2] Hackbarth D, Mauer D C. Optimal priority structure, capital structure, and investment[J]. Social Science Electronic Publishing, 2012, 25(3):747-796.
- [3] 李心合,王亚星,叶玲. 债务异质性假说与资本结构选择理论的新解释[J]. 会计研究, 2014(12):3-10.
- [4] 刘行,赵健宇,叶康涛. 企业避税、债务融资与债务融资来源——基于所得税征管体制改革的断点回归分析[J]. 管理世界, 2017(10):113-129.
- [5] 毛新述,周小伟. 政治关联与公开债务融资[J]. 会计研究, 2016(6):28-35.
- [6] Nilsen J H. Trade credit and the bank lending channel.[J]. Journal of Money Credit & Banking, 2002, 34(1):226-253.
- [7] 石晓军,张顺明. 商业信用、融资约束及效率影响[J]. 经济研究, 2010(1):102-114.
- [8] 饶品贵,姜国华. 货币政策对银行信贷与商业信用互动关系影响研究[J]. 经济研究, 2013(1):68-82.
- [9] 殷钱茜,胡建雄. 超额现金持有对过度投资行为的影响研究——债务异质性的调节作用[J]. 华东经济管理, 2016(9):143-149.
- [10] 吕明哈,徐光华,沈弋,钱明. 异质性债务治理、契约不完全性与环境信息披露[J]. 会计研究, 2018(5):69-76.
- [11] Bernanke B S, Kuttner K N. What explains the stock market's reaction to federal reserve policy?[J]. Journal of Finance, 2005, 60(1):1221-1257.
- [12] Sunderam A. Money creation and the shadow banking system[J]. Review of Financial Studies, 2015, 28(4):939-977
- [13] 于泽,陆怡舟,王闻达. 货币政策执行模式、金融错配与我国企业投资约束[J]. 管理世界, 2015(9):52-64.
- [14] 张勇,李政军,龚六堂. 利率双轨制、金融改革与最优货币政策[J]. 经济研究, 2014(10):19-32.
- [15] Rajan R S, Yanamandra V. Managing the macroeconomy—monetary and exchange rate issues in india[M]. Palgrave Macmillan UK, 2015.
- [16] 贺妍,罗正英. 产权性质、投资机会与货币政策利率传导机制——来自上市公司投资行为的实证检验[J]. 管理评论, 2017(11):28-40.
- [17] 李成,吕昊旻,李文乐. 经济发展周期中货币政策调控的非对称性[J]. 山西财经大学学报, 2019(3):31-44.
- [18] 任曙明,魏梦茹. 财政政策、融资约束与全要素生产率[J]. 现代财经. 2015(6):28-42.
- [19] 王昌荣,马红,王元月. 基于宏观经济政策视角的我国企业负债融资研究[J]. 中国管理科学, 2016(5):158-167.
- [20] Lewis V, Winkler R. Fiscal policy and business formation in open economies[J]. Research in Economics, 2015, 69(4):603-620.
- [21] 杨晔,王鹏,李怡虹,等. 财政补贴对企业研发投入和绩效的影响——来自中国创业板上市公司的经验证据[J]. 财经论丛, 2015(1):24-31.
- [22] 张延. 中国财政政策的“挤出效应”——基于1952~2008年中国年度数据的实证分析[J]. 金融研究, 2010(1):58-66.
- [23] 王文甫,张南,岳超云. 中国财政政策冲击的识别与效应——符号约束方法下的SVAR分析[J]. 财经研究, 2015(6):70-81.
- [24] 潘珊,龚六堂. 中国税收政策的福利成本——基于两部门结构转型框架的定量分析[J]. 经济研究, 2015(9):44-57.
- [25] 郑田丹,付文林,莫东序. 财政政策与企业投资效率——基于不同金融化水平的比较分析[J]. 财政研究, 2018(9):67-82.
- [26] Zwick E, Mahon J. Tax policy and heterogeneous investment behavior[J]. American Economic Review, 2017, 107(1):217-248.
- [27] 欧阳才越,谢妍,熊家财. 控股股东股权质押与新发行公司债券定价[J]. 山西财经大学学报, 2018(1):26-38.
- [28] 吴育辉,翟玲玲,魏志华. 债券发行与现金股利政策——基于中国上市公司的经验证据[J]. 经济管理, 2018(8):155-173.
- [29] 王雄元,张春强,何捷. 宏观经济波动性与短期融资券风险溢价[J]. 金融研究, 2015(1):68-83.
- [30] 赵勇,魏后凯. 政府干预、城市群空间功能分工与地区差距——兼论中国区域政策的有效性[J]. 管理世界, 2015(8):14-29.
- [31] 郑宝红,张兆国. 企业所得税率降低会影响全要素生产率吗?——来自我国上市公司的经验证据[J]. 会计研究, 2018(5):15-22.
- [32] 于文超,殷华,梁平汉. 税收征管、财政压力与企业融资约束[J]. 中国工业经济, 2018(1):100-118.

- [33] 辛清泉,郑国坚,杨德明.企业集团、政府控制与投资效率[J].金融研究,2007(10):123-142.
- [34] Richardson S. Over-investment of free cash flow[J]. Review of Accounting Studies, 2006, 11(2-3):159-189.
- [35] 胡建雄,茅宁.债务来源异质性的企业投资扭曲行为影响的实证研究[J].管理科学,2015(1):47-57.
- [36] 蒋海,储著贞.紧缩性货币政策冲击、成本渠道与通货膨胀——来自中国的检验[J].金融研究,2011(9):27-41.
- [37] 唐齐鸣,王彪.中国地方政府财政支出效率及影响因素的实证研究[J].金融研究,2012(2):48-60.
- [38] 左拙人,胡文卿.股权异质性、内部控制与上市公司投资[J].山西财经大学学报,2017(1):72-86.
- [39] 倪婷婷,王跃堂.增值税转型、集团控制与企业投资[J].金融研究,2016(1):160-175.

[责任编辑:杨志辉]

Heterogeneity of Debt Sources and Corporate Investment ——Based on Macroeconomic Policy Perspectives

HU Wenqing, ZUO Zhuoren

(School of Business, Nanjing University, Nanjing 210023, China)

Abstract: The force of macroeconomic policy on the financial behavior of enterprises exists objectively and cannot be ignored. Based on the debt heterogeneity hypothesis and debt contract theory, the purpose of this paper is to investigate the influence mechanism of debt source heterogeneity on enterprise investment decision after the introduction of macroeconomic policy factors. The empirical study finds that, on the basis of the significant correlation between the heterogeneity index of debt sources and the enterprises' investment index, the monetary policy and the fiscal policy have different regulatory effects on the relationship between the debt source heterogeneity and micro-enterprise investment expenditure, as well as the relationship between debt source heterogeneity and enterprise investment efficiency. This paper explores the mechanism of macroeconomic factors on enterprise investment and financing from different levels, which is for enterprises embedded in Chinese situation; and provides a new perspective and empirical evidence for the Chinese enterprises' financial behaviors.

Keywords: debt financing; heterogeneity; investment decision-making; macroeconomic policies; business investment