

财务弹性影响企业非效率投资的实证检验

杜 晶¹(副教授), 刘春坤²

【摘要】 本文运用2008~2013年我国制造业上市公司的数据,实证检验了企业的非效率投资行为。实证结果表明:财务弹性加剧了投资过度,但可以有效缓解投资不足;代理问题和信息不对称问题的严重程度不同,则财务弹性对非效率投资的影响不同。

【关键词】 财务弹性; 投资过度; 投资不足; 非效率投资

【中图分类号】 F276.6

【文献标识码】 A

【文章编号】 1004-0994(2016)02-0060-6

一、引言

静态权衡理论和融资优序理论等经典的资本结构理论都认为,适度负债有利于企业价值提升。理论上,企业应首先通过内部融资筹集投资资金,其次是债务融资,最后是发行股票。然而,现实中许多企业却与理论预测不相符,它们倾向于更保守地使用债务和持有更高的现金头寸,并表现出持久性(Graham, 2000)。在本文所使用的3072个样本观测值中,杠杆率最小的为0.71%,杠杆率不超过20%的企业比例为6.45%。DeAngelo和DeAngelo(2007)指出:财务弹性是资本结构理论和实践中一个重要的缺失环节。

目前,我国的资本市场发展尚不成熟,企业非效率投资现象普遍存在(张功富、宋献中, 2009),导致资源浪费严重、配置效率不高。我国学者对非效率投资的研究一般从代理问题和信息不对称、制度背景和公司治理的角度来寻找企业融资与投资之间不协调的原因与解决对策(杨华军、胡奕明, 2007; 程仲鸣等, 2008; 窦炜、刘星, 2009; 徐晓东、张天西, 2009),而从财务弹性和财务决策角度研究非效率投资的很少。财务弹性可以保持经营灵活性,使资金在时间和数量上配合经营的需求,增强企业应对外部环境不利冲击及捕捉有利投资机会的能力。已有学者验证财务弹性对企业投资行为存在重要的影响(Marchica和Mura, 2010; Arslan et al., 2014),但企业财务弹性如何影响非效率投资,企业财务弹性对不同类型非效率投资的影响是否存在差异,仍然需要进一步实证检验。研究财务弹性对企业非效率投资的影响,从企业财务资源的配置层面寻找提高投资效率的长效机制,具有重要的现实意义。

财务弹性是指企业及时采取行动来改变现金流入的金

额、时间分布,使自身能够应对意外现金需求并把握意外有利投资机遇的能力(葛家澍、占美松, 2008)。在国外,关于财务弹性的研究文献比较丰富,主要研究其与支出政策、投资政策、企业业绩等的关系(Gamba和Triantis, 2008; Marchica和Mura, 2010; Rapp et al., 2012; Meier et al., 2013; Arslan et al., 2014)。从现有的文献看,其中存在几个问题:第一,国外学者对财务弹性的研究较为丰富,但是较少将其与非效率投资结合起来研究,而我国学者对非效率投资的研究却颇为丰富,对财务弹性的研究却较少;第二,国内少数学者虽然基于财务弹性的视角研究了非效率投资行为,但只对其进行简单的描述性统计(马春爱, 2011),并未深入研究;第三,我国学者所使用的财务弹性综合指数的效度存在争议。

对于财务弹性的计量,现有文献有单指标判断法,如用剩余负债能力衡量财务弹性(Marchica和Mura, 2010);也有多指标判断法,如用现金和现金等价物、杠杆、净负债等衡量财务弹性(Meier et al., 2013)。本文将综合运用现金持有量和剩余负债能力衡量财务弹性,比较深入地研究财务弹性与非效率投资的关系,并比较不同财务弹性企业同一种非效率投资的严重程度及企业财务弹性相当时不同类型的非效率投资的程度差异。

二、理论分析和研究假设

代理问题及信息不对称是导致企业出现非效率投资的重要原因。代理问题常被用来通过自由现金流假说和隧道行为理论解释其所引发的非效率投资行为,信息不对称则被用来通过融资约束理论对企业的非效率投资进行分析。

基于代理理论,委托人与代理人的效用函数不一致导致

【基金项目】 湖南省软科学研究计划项目“长株潭城市群公共交通基础设施建设投资效益评价及对策研究”(项目编号:2012ZK3035)

股东—经理冲突。管理者通过构筑帝国大厦,减少企业被收购的风险,最大化自身利益。而使用自由现金流进行过度投资是经理牟取私利的重要手段。Jensen(1986)研究发现,经理将闲置资金投资于能够扩大企业规模却损害股东利益的非营利项目上,企业的自由现金流越充足,过度投资越严重。因为自由现金流较多的公司,管理层可自由支配的资源较多,因此,容易产生过度投资行为。隧道行为理论分析了第二类代理问题对非效率投资产生的影响。在我国,大股东“一股独大”的现象普遍存在,股权结构不尽合理,控股股东和中小股东之间的冲突比较明显。我国资本市场缺乏对小股东的有效保护机制,大股东可能通过虚假出资、内部交易、资产重组、配股或增发新股等“隧道行为”牺牲小股东的利益、转移上市公司资源。而“一股一票”决策机制并不能抑制控股股东的“隧道行为”,反而为其披上合法化的外衣。Shleifer和Vishny(1997)研究发现,企业的非效率投资行为随着股权集中度的提高越趋严重。

财务弹性是企业对外界环境的应变能力和财务松弛程度的重要标志,一个公司的财务弹性不仅反映了公司规模等特点,也反映了公司资本结构、流动性和与投资相关的战略决策结果。为了更好地为未来投资进行融资,公司将倾向于保持较高程度的财务松弛,即高财务弹性公司的投资支出更倾向于依赖财务弹性(Booth和Cleary,2006)。高财务弹性的公司受资本市场不完善的影响较小,能够更容易地进入外部资本市场筹集所需的资金,为过度投资创造了机会和条件。Marchica和Mura(2010)研究发现,经过一段时间的低杠杆,企业增加了资本性支出和非常态支出,即一个旨在保持财务弹性的低杠杆政策能够增强企业的投资能力。而经理具有利用现金等进行过度投资的倾向和欲望,代理问题越严重,经理越有可能为了自己的私人利益伺机利用企业的财务弹性,由此可能导致企业产生过度投资,降低企业的价值(Gamba和Triantis,2008)。Kalcheva和Lins(2007),Pinkowitz et al.(2006)证实了这个观点,他们发现多余的现金会导致价值减少决策。徐晓东、张天西(2009)检验发现,在企业投资过度的情况下,与代理问题的解释一致,自由现金流越多、代理问题越严重的企业,过度投资问题越严重。

基于以上分析,本文提出以下假设:

H1a:财务弹性加剧过度投资的严重程度,投资过度与财务弹性正相关。

H2a:富有财务弹性的企业更倾向于投资过度而不是投资不足。

H3a:代理问题严重的公司,投资过度对财务弹性的敏感性更高。

在“完善的资本市场”假设下,MM理论认为投资额取决于投资机会,企业总能够以内部资金相同的成本筹到外部资金,以满足投资的需要。由于现实中资本市场不完善,信息不

对称和代理问题导致内部和外部融资成本产生差异。融资约束假说分析了事前信息不对称如何影响企业融资行为进而导致非效率投资的生产。Myers和Majluf(1984)认为,在存在信息不对称的前提下,逆向选择增加了市场的摩擦,为达到利益最大化,公司管理层会选择公司内部信息敏感性较低的融资渠道筹集所需的资金,从而导致内部融资优先于外部融资。

股东和债权人的信息不对称增加了逆向选择和道德风险。信息相对贫乏的债权人处于比较不利的地位,为了维护自身的利益,债权人会通过资金的用途设置限制性条款及要求更高的风险溢价来约束股东与经理人的投资行为,从而导致更大的外部融资成本和内部融资成本差异。过高的外部融资成本会形成强有力的融资约束,使得管理层不得不放弃净现值为正的投资机会,从而引发企业投资不足。股东和债权人的事后信息不对称导致股东道德败坏。Myers(1977)研究发现,通过发行风险债券融资的企业将会拒绝那些能够产生正净现值、提高企业市场价值的投资项目,从而导致投资不足。徐晓东、张天西(2009)检验发现,在企业投资不足的情况下,与融资约束的解释一致,外部融资的缺口越大、信息不对称程度越严重的企业投资不足更为严重。

而财务弹性能够缓解融资约束的影响,增强企业抓住投资机会和应对突发事件的能力。宁宇(2011)研究得出结论:具有财务弹性的企业在投资机会和未来收益的不确定性下降时,由于内源资金充足、外部资金容易取得,能够很好地把握投资扩张的能力,因此其投资对于现金流的敏感性会低于非弹性企业。Faulkender和Wang(2006)发现,现金持有量所形成的财务弹性对于受到融资约束公司的影响要远远大于没有受到融资约束的公司。Gamba和Triantis(2008)发现,流动性政策能够显著降低融资约束带来的不利影响。这些研究认为,持有大量的现金以及较低的债务水平能够增强企业应对收益不足、外部融资困难的能力。Marchica和Mura(2010)发现,富有财务弹性的企业较少受到资本市场不完善的影响,其投资能力不会因为信息不对称和代理成本问题受到更多的损害。在某种程度上,具有弹性的公司能更好地应对外部冲击带来的不良后果。Arslan et al.(2014)发现,在正常时期公司采取保守政策显示出比在异常时期更高的外部融资能力,降低了次优投资和次佳业绩出现的可能。此外,信息不对称问题和代理问题越轻,则意味着资本交易成本越低,委托人和代理人的冲突越不严重,利益越趋向一致。基于以上分析,本文提出以下假设:

H1b:财务弹性可以缓解投资不足的程度,投资不足与财务弹性负相关。

H2b:缺乏财务弹性的企业更倾向于投资不足,投资不足比投资过度严重。

H3b:信息不对称和代理问题程度越轻的公司,财务弹性越能缓解投资不足。

三、研究设计

(一) 样本选择和数据来源

本文选取 2008~2013 年沪深两市的制造业上市公司作为研究样本。为保证研究结果的有效性和准确性,按以下原则进行筛选整理:①剔除在研究期间退市的公司;②剔除曾被 ST、PT 的公司;③剔除年度审计意见为否定意见或无法表示意见的公司;④剔除同时发行 A 股、B 股或 H 股的上市公司;⑤剔除相关数据缺失的公司。经过筛选,本文最后得到 512 家样本公司的 3072 个样本观测值。

本文的数据来源于国泰安数据库,数据处理和统计分析软件为 Excel2010 及 Stata12.0。为了消除异常值的影响,本文对变量进行了上下 5% 的 Winsorize 处理。

(二) 变量设计与模型构建

1. 投资过度和投资不足。本文借鉴 Richardson(2006)构建的一个企业预期投资支出模型的残差计量非效率投资。此模型在张兆国等(2011)、黄琨和黄妮(2012)等研究中得到了应用。估算企业正常投资水平的模型如下:

$$Inv_t = \alpha + \beta_1 Growth_{t-1} + \beta_2 Lev_{t-1} + \beta_3 Cash_{t-1} + \beta_4 Age_{t-1} + \beta_5 Size_{t-1} + \beta_6 Ret_{t-1} + \beta_7 Inv_{t-1} + \sum_{i=8}^{12} \beta_i Year_i + \varepsilon \quad (1)$$

使用面板数据对模型(1)进行回归,得到回归残差。回归残差大于零,则其值为投资过度,用符号 Overinv 表示;回归残差小于零,其值为投资不足,其绝对值用符号 Underinv 表示。

2. 财务弹性。本文选用现金持有量和剩余负债能力作为财务弹性的代理变量。现金持有量用企业的现金和现金等价物衡量。Frank 和 Goyal(2009)在研究资本结构时建立了一个目标财务杠杆预测的基本模型,此模型在 Marchica 和 Mura(2010)关于财务弹性、企业投资和公司价值的研究中得到运用。对于剩余负债能力,本文也借鉴该模型的残差的相反数计量。估算企业目标杠杆的模型如下:

$$Lev_t = \alpha + \beta_1 Lev_{t-1} + \beta_2 Mtbv_t + \beta_3 Size_t + \beta_4 Tangibility_t + \beta_5 Profitability_t + \beta_6 Inflation_t + \sum_{i=7}^{12} \beta_i Year_i + \varepsilon \quad (2)$$

使用面板数据对模型(2)进行回归,得到回归残差,用此模型回归残差的相反数表示剩余负债能力 Sdc。回归残差大于零, Sdc 小于零;回归残差小于零, Sdc 则大于零。

3. 其他变量。本文借鉴现有文献,以公司产权性质、上市年龄、公司规模、管理费用率、股权集中度等作为控制变量。

4. 模型构建。为检验本研究提出的假设,借鉴现有文献的研究成果(徐晓东、张天西,2009;张兆国等,2011),建立模型如下:

$$Overinv_t (Underinv_t) = \alpha + \beta_1 Sdc_{t-1} + \beta_2 Cash_{t-1} + \beta_3 State + \beta_4 Age_t + \beta_5 Size_t + \beta_6 Adm_t + \beta_7 Shrcr_t + \beta_8 Shrz_t + \sum_{i=9}^{12} \beta_i Year_i + \varepsilon \quad (3)$$

本文中所有变量的定义和计量如表 1 所示。

表 1 变量的定义及计算

变量类型	变量名称	变量符号	变量定义与计算
被解释变量	投资量	Inv _t	(第 t 年购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金+购买子公司支付的现金+权益性投资和债券性投资支付的现金-折旧与摊销-处置固定资产、无形资产和其他长期投资收回的现金-处置子公司收回的现金)/总资产
	投资过度	Overinv _t	第 t 年实际投资量减去预期投资量之差大于 0 的值
	投资不足	Underinv _t	第 t 年实际投资量减去预期投资量之差小于 0 的绝对值
解释变量	现金持有量	Cash _{t-1}	第 t-1 年末现金与现金等价物/总资产
	剩余负债能力	Sdc _{t-1}	第 t-1 年目标杠杆与实际杠杆的差。用模型(2)残差的相反数表示
控制变量	产权性质	State	国有控股取值为 1, 否则为 0
	市场账面价值比	Mtbv _t	第 t 年的企业市场价值与账面价值的比值
	有形资产	Tangibility _t	第 t 年固定资产净值/总资产
	盈利能力	Profitability _t	第 t 年息税折旧前利润/总资产
	通货膨胀率	Inflation _t	第 t 年 CPI 的实际增长率
	成长机会	Growth _t	第 t 年营业收入年增长率
	上市年龄	Age _t	第 t 年公司上市年龄, 等于报告期年份-初始上市年份
	公司规模	Size _t	第 t 年总资产的自然对数
	管理费用率	Adm _t	第 t 年管理费用/营业收入
	资产负债率	Lev _{t-1}	第 t-1 年末总负债/总资产
虚拟变量	股票收益	Ret _{t-1}	第 t-1 年的每股收益
	股权集中度	Shrcr _t	第 t 年第一大股东持股比例
	股权制衡	Shrz _t	第 t 年第一大股东与第二大股东的持股比例之比
年度虚拟变量	Year _i	当数据属于当年时为 1, 否则为 0	

四、实证结果与分析

(一) 描述性统计

1. 单变量描述性统计。从下页表 2 可以看到,投资过度和投资不足的观测值分别为 1488 和 1584 个,约占总体的 48.44% 和 51.56%。从非效率投资看,投资过度组平均值为 0.049,高于总体的 0.047 和投资不足的 0.046。即从非效率投资的程度上来说,投资过度要比投资不足严重。从剩余负债能力和现金持有量上看,投资过度组的平均值均高于总体的平均值,而总体的平均值则高于投资不足组的平均值。投资不足企业的平均实际资产负债率高于目标的资产负债率,存在过度负债融资的情况。投资过度企业的财务弹性高于投资不足企业,说明弹性较好的企业更倾向于投资过度,而财务弹性低的企业更倾向于投资不足,初步支持 H2a 和 H2b。

表 2 单变量描述性统计

	投资过度(N=1488)			投资不足(N=1584)			总体(N=3072)		
	Min	Max	Mean	Min	Max	Mean	Min	Max	Mean
Overinv/ Underinv	0.00	0.18	0.049	0.00	0.15	0.046	0.00	0.16	0.047
Sdc	-0.09	0.12	0.005	-0.10	0.11	-0.005	-0.10	0.11	0.000
Cash	0.03	0.44	0.170	0.03	0.43	0.162	0.03	0.43	0.166
Size	20.38	24.08	21.995	20.31	24.05	21.924	20.33	24.07	21.958
Age	4.00	23.00	12.329	4.00	24.00	12.354	4.00	24.00	12.342
State	0.00	1.00	0.634	0.00	1.00	0.626	0.00	1.00	0.630
Adm	0.02	0.11	0.053	0.02	0.10	0.051	0.02	0.10	0.052
Shrcr	13.73	61.20	35.133	13.71	60.40	34.472	13.71	60.78	34.791
Shrz	1.11	71.02	16.501	1.17	71.68	16.614	1.13	71.68	16.575

2. 财务弹性不同企业的非效率投资的均值检验。在投资过度和投资不足组内,我们进一步把剩余负债能力大于零且现金持有量大于平均水平的企业划入富有财务弹性组(FF),把剩余负债能力小于零且现金持有量小于平均水平企业划入缺乏弹性组(NFF),其余企业划入一般财务弹性组(AFF)。

各组非效率投资的均值检验如表3所示:

表 3 非效率投资的均值检验

	FF		AFF		NFF		AFF versus NFF	FF versus AFF	FF versus NFF
	Mean	Freq.	Mean	Freq.	Mean	Freq.			
Overinv	0.054	292	0.048	786	0.047	410	0.1	3.67*	3.92**
Underinv	0.044	274	0.042	762	0.051	548	16.09***	0.43	5.620**
Overinv versus Underinv	6.37**		5.86**		2.61				

注:*,**、***分别表示在10%、5%、1%的水平上显著,下同。

从表3可以看到,投资过度样本中,FF的样本数为292个,AFF的样本数为786个,NFF样本数为410个,分别约占投资过度总数的19.62%、52.82%和27.55%。从投资过度的水平看,FF企业的投资过度水平平均值为0.054,比AFF企业的0.048高12.5%,比NFF企业的0.047高14.89%,且分别在10%和5%的水平上显著。说明财务弹性越高,投资过度越严重,初步支持H1a。

投资不足样本中,FF的样本数为274个,AFF的样本数为762个,NFF的样本数为548个,分别约占投资不足总数的17.30%、48.11%和34.59%。从投资不足的水平看,NFF企业的投资不足水平平均值为0.051,比AFF企业的0.042高21.43%,比FF企业的0.044高15.91%,且分别在1%和5%的水平上显著。说明财务弹性在一定程度上可以缓解企业的投资不足程度,初步支持H1b。

3. 财务弹性相当的企业不同类型非效率投资的均值检验。从表3可以看到,FF企业投资过度的样本数为292个,高于投资不足的274个,投资过度的非效率投资平均水平为0.054,比投资不足的0.044高22.73%,并且在5%的水平上显著。这表明富有财务弹性的企业更倾向于投资过度,投资过度更严重,H2a成立。

对于AFF企业而言,过度投资的数量和程度均高于投资不足的数量和程度,并且程度差异在5%的水平上显著。NFF企业投资过度样本数为410家,低于投资不足的548个,投资过度的平均水平为0.047,比投资不足的0.051低8.51%,P值为0.106,非常接近10%的显著性水平。这一结果

在一定程度上证明缺乏财务弹性的企业更可能产生投资不足,且投资不足的严重程度要高于投资过度,H2b成立。

(二)实证检验

考虑到各解释变量之间可能存在多重共线性,本文进行了VIF检验,检验结果显示VIF值均小于2,表明各变量之间均不存在严重的多重共线性问题。本文选用随机效应广义最小二乘(GLS)回归方法,并采用稳健标准差来消除异方差带来的负面影响,同时选用滞后一期的解释变量进行回归以控制内生性的影响(Duchin et al., 2010)。

1. 财务弹性与非效率投资的实证检验。为了验证H1a和H1b,对投资过度和投资不足组分别进行回归,回归结果如表4所示:

表 4 财务弹性与非效率投资的实证检验结果

	投资过度			投资不足		
	baseline	extended	dummy	baseline	extended	dummy
Sdc	0.0544** (-2.14)	0.0542** (-2.13)		-0.113*** (-5.88)	-0.115*** (-5.93)	
Cash	0.0383*** (-3)	0.0388*** (-3.03)		0.0146 (-1.37)	0.0134 (-1.26)	
FF			0.0075* (-1.87)			-0.0075** (-2.47)
Size	0.0004 (-0.28)	0.0004 (-0.28)	0.0014 (-0.62)	0.0027** (-2.14)	0.0027** (-2.14)	0.0053*** -3.04
Age	0.0001 (-0.21)	0.0001 (-0.22)	-7.4E-05 (-0.11)	-0.0005 (-1.21)	-0.0005 (-1.22)	-0.0008* (-1.65)
State	-0.0088*** (-2.86)	-0.0088*** (-2.86)	-0.0080* (-1.75)	-0.0042 (-1.63)	-0.0043 (-1.63)	-0.0037 (-1.07)
Adm	-0.0408 (-0.68)	-0.0410 (-0.69)	-0.111 (-1.40)	-0.135** (-2.55)	-0.134** (-2.53)	-0.0979 (-1.36)
Shrcr	0.0001 (-0.97)	0.0001 (-0.96)	-1.4E-05 (-0.08)	0.0000 (-0.13)	0.0000 (-0.12)	-8.75E-05 (-0.61)
Shrz	-0.0003*** (-3.35)	-0.0003*** (-3.34)	-0.0001 (-1.03)	-0.0001* (-1.88)	-0.0001* (-1.87)	-0.0001 (-1.19)
Year	控制	控制	控制	控制	控制	控制
N	1488	1488	702	1584	1584	822

(1) 投资过度回归检验与分析。从表4第2列可以看到, 剩余负债能力及现金持有量与投资过度分别在5%和1%的水平上显著正相关。这一结果表明财务弹性与投资过度正相关, 财务弹性加剧了投资过度的严重程度, 即H1a成立。财务弹性高的企业内部资金充足, 融资约束小, 容易进入资本市场。经理有可能为了自己的私人利益伺机利用企业的财务弹性, 由此可能导致企业产生投资过度, 降低企业的价值(Gamba和Triantis, 2008)。

Frank和Goyal(2009)建立财务杠杆预测基本模型的同时也进行了模型拓展。为了尽量减少选择特定杠杆模型可能产生的影响, 本文扩展了该模型进行进一步的检验, 检验结果在表4的第3列列示, 与回归检验显示了一致的结果。本文再一次证明H1a成立, 财务弹性会加剧投资过度。

财务弹性是一个不可直接观测的变量, 现有文献没有关于其计量的良好定义。本文借鉴Arslan et al.(2014)、Marchica和Mura(2010)的做法, 把财务弹性设置为虚拟变量(dummy), 富有弹性的取值为1, 缺乏弹性的取值为0, 对研究假设进行进一步的检验, 回归结果在表4的第4列列示。从回归结果可以看出, H1a成立。

(2) 投资不足的回归检验与分析。从表4第5列可以看出, 剩余负债能力与投资不足负相关, 并在1%的水平上显著, H1b成立, 财务弹性能够缓解投资不足。现金持有量与投资不足的相关性并不显著, 表明投资不足企业在利用财务弹性为投资项目筹集资金时主要依赖外部债务而非内部现金。对扩展模型(2)进行进一步的检验, 其回归结果在表4的第6列列示, 与前文检验显示了一致的回归结果。使用虚拟变量对财务弹性进行检验的回归结果在表4的第7列列示。可以看出财务弹性与投资不足在5%的水平上显著负相关, 再一次证明H1b成立。

2. 代理成本和信息不对称程度不同的企业非效率投资与财务弹性的实证检验。Booth和Cleary(2006)研究发现, 小公司会面临更大的信息不对称和代理问题, 以及更高的进入市场的交易成本。本文借鉴其做法, 用企业的总资产规模表示代理问题和信息不对称问题的严重程度。根据总资产的规模将企业分为小、中、大型企业, 代表代理问题和信息不对称问题的严重程度依次递减。比较大型企业和小型企业的非效率投资与财务弹性的关系, 回归结果分别在表5的第2、3和第6、7列列示。

表5 代理成本和信息不对称程度不同的企业实证检验

	投资过度				投资不足			
	Big	Small	Low Adm	High Adm	Big	Small	Low Adm	High Adm
Sdc	0.064 (-1.47)	0.0649 (-1.46)	0.0949** (-2.34)	0.0625 (-1.4)	-0.153*** (-4.21)	-0.104*** (-3.06)	-0.0883** (-2.55)	-0.0881*** (-2.58)
Cash	0.0091 (-0.44)	0.0458* (-1.91)	0.0493** (-2.04)	0.0262 (-1.3)	0.0047 (-0.25)	0.0122 (-0.71)	0.0474** (-2.2)	-0.0044 (-0.26)
Age	-0.0012* (-1.69)	0.0004 (-0.47)	0.0011 (-0.36)	-0.0002 (-0.07)	0.0001 (-0.19)	-0.0012** (-2.05)	0.0068*** (-3.15)	0.0012 (-0.49)
State	-0.0037 (-0.77)	-0.0171*** (-3.22)	0.0001 (-0.12)	-0.0008 (-1.09)	-0.0019 (-0.41)	-0.0065 (-1.62)	0.0001 (-0.09)	-0.0017*** (-2.86)
Adm	-0.0838 (-0.85)	-0.104 (-1.10)	-0.0033 (-0.60)	-0.0125** (-2.30)	-0.266*** (-3.04)	0.0809 (-0.87)	-0.0046 (-0.99)	-0.0007 (-0.15)
Shrcr	-1.9E-05 (-0.10)	0.0003 (-1.63)	0.0001 (-0.24)	0.0003 (-1.23)	-6.8E-05 (-0.40)	0.0001 (-0.73)	-0.0002 (-1.25)	-0.0000 (-0.17)
Shrz	-0.0002 (-1.52)	-0.0003** (-2.37)	-0.0004*** (-3.06)	-0.0001 (-0.73)	-9.9E-05 (-0.89)	-0.0001 (-1.39)	-0.0002 (-1.48)	0.0001 (-0.77)
Year	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
N	496	496	496	496	528	528	528	528

(1) 投资过度的回归检验与分析。从表5中第2、3列可以看出, 大型企业和小型企业的剩余负债能力与投资过度均呈正相关关系, 系数非常接近, 但均不显著。从现金持有量角度看, 大型企业和小型企业的现金持有量均与投资过度正相关, 但是大型企业的相关性并不显著, 而小型企业的相关性在10%的水平上显著, 即H3a成立, 信息不对称和代理问题越严重的企业, 投资过度对财务弹性越敏感。

奢侈的在职消费在一定程度上反映了股东与经理人的冲突, 而在在职消费一般会反映在企业财务报表的“管理费用”项目中。本文使用管理费用率作为分类变量, 对H3a进行进一步的检验, 检验结果在表5的第4、5列列示。从表中可以看出, 回归结果发生了变化。对于低管理费用率即代理成本低的企业, 剩余负债能力和现金持有量均与投资过度在5%的水平上正相关; 而对于代理成本高的企业, 相关性不显著。H3a并没有得到再次验证。

(2) 投资不足的回归检验与分析。表5中第6、7列分别列示的是投资不足的大型企业和小型企业的回归结果。可以看出, 大型企业和小型企业的剩余负债能力与投资不足均在1%的水平上显著负相关, 并且大型企业的系数绝对值0.153比小型企业系数绝对值0.104高47.12%。这一结果表明, 对于信息不对称和代理问题程度不同的企业, 财务弹性均可有效缓解投资不足的严重程度, 并且对于信息不对称和代理问题相对较轻的大型企业, 财务弹性缓解投资不足的作用更为显著。从现金持有量的角度看, 不管是大型企业还是小型企业, 其均与投资不足呈正相关关系, 但是这种正相关关系并不显著, 说明现金对投资不足的影响比较弱。综合剩余负债能力和现金持有量与投资不足的关系来看, H3b初步成立, 即信

息不对称和代理问题程度越轻的企业,财务弹性缓解投资不足的效果越显著。

使用管理费用率作为分类变量进行进一步检验的结果在表5的第8、9列列示。从表中可以看出,不管是代理成本高还是代理成本较低的企业,剩余负债能力均与投资不足显著负相关,且代理成本高的企业比代理成本较低的企业更为显著。对于代理成本较低的企业,现金持有量和投资不足在5%的水平上显著正相关;而对于代理成本高的企业,这一关系则为不显著负相关。综合来看,H3b并没有得到再次验证。

3. 用两个指标综合衡量代理问题和信息不对称问题后的进一步检验。H3a和H3b没有得到再次验证可能有两个原因:第一,我国股东经理冲突没有发达国家的企业那么严重,管理费用率单个指标并不能很好地衡量我国企业的代理问题和信息不对称程度;第二,富有财务弹性的企业较少受到资本市场不完善的影响,其投资能力不会因为信息不对称和代理成本问题受到更多的损害(Marchica和Mura,2010)。为了验证是哪个原因起主导影响,本文用企业规模和管理费用率综合起来衡量代理问题和信息不对称,对其交集进行检验。企业规模小且管理费用率高(ss-ha)的代表更严重的代理问题和信息不对称问题,反之,企业规模大且管理费用率低(bs-la)的代表代理问题和信息不对称程度相对较轻。检验结果如表6所示(限于篇幅,只节选了部分回归结果)。

表6 针对H3a和H3b的进一步检验

	投资过度		投资不足	
	bs-la	ss-ha	bs-la	ss-ha
Sdc	0.0918 (-1.49)	0.105* (-1.76)	-0.150** (-2.56)	-0.117** (-2.14)
Cash	0.026 (-0.83)	0.0638** (-2.22)	0.0342 (-1.09)	-0.0171 (-0.68)
Year	控制	控制	控制	控制
N	230	220	236	228

从表6可以看出,H3a和H3b得到了再次验证。这一结果支持了上述分析的第一个可能,即仅用管理费用率单个指标不能很好地衡量我国企业代理问题和信息不对称程度。

(三)稳健性检验

为了克服模型(1)用残差表示投资过度和投资不足产生系统偏差的局限性,本文借鉴张兆国等(2011)的做法,将残差按降序排列分成三组,删掉中间的一组,前一组是投资过度组,后一组是投资不足组,然后分别进行检验。Richardson(2006)定义的自由现金流量是指扣除了企业的必要维持性投资和预期投资后剩余的现金,可以可靠衡量企业的财务弹性。本文使用自由现金流替代现金持有量进行稳健性检验,检验结果并没有发生实质性的变化(限于篇幅,未列示回归结果)。因此,我们认为,本文的研究结论是比较稳健的。

五、研究结论

本文通过一系列的实证检验得出以下主要结论:第一,财务弹性和投资过度显著正相关,财务弹性加剧了企业投资过度的严重程度;财务弹性和投资不足显著负相关,财务弹性可以有效缓解投资不足。第二,富有财务弹性的企业更倾向于投资过度,而对于缺乏财务弹性的企业更倾向于投资不足。第三,对于代理问题和信息不对称问题严重程度不同的企业,财务弹性对非效率投资的影响不同。对于代理问题和信息不对称问题严重的企业,投资过度对财务弹性更敏感;而对于代理问题和信息不对称程度较轻的企业,财务弹性更能缓解投资不足的严重程度。

近年来,随着制度经济学的兴起,在我国当前企业非效率投资现象普遍存在的情况下,很多学者都从代理问题与信息不对称的公司治理层面来寻找企业融资与投资之间不协调的原因与解决对策。事实上,抛开制度性的治理问题,作为企业财务资金来源的融资决策与作为财务资金运用的投资决策之间有着毋庸置疑的因果关系与必然联系。企业也可以从财务资源的配置层面寻找提高投资效率的长效机制,这对我国企业具有重要的现实意义。

主要参考文献:

Frank M. Z., Goyal V. K.. Capital structure decisions: which factors are reliably important? [J]. Financial Management, 2009(1).

黄珺,黄妮.过度投资、债务结构与治理效应——来自中国房地产上市公司的经验数据[J].会计研究,2012(9).

张兆国,曾牧,刘永丽.政治关系、债务融资与企业投资行为——来自我国上市公司的经验证据[J].中国软科学,2011(5).

Myers S. C., Majluf N. S.. Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have[J]. Journal of Financial Economics, 1984(2).

马春爱.中国上市公司的非效率投资研究:一个财务弹性的视角[J].财贸研究,2011(2).

葛家澍,占美松.企业财务报告分析必须着重关注的几个财务信息——流动性、财务适应性、预期现金净流入、盈利能力和市场风险[J].会计研究,2008(5).

徐晓东,张天西.公司治理、自由现金流与非效率投资[J].财经研究,2009(10).

窦炜,刘星.所有权集中下的企业控制权配置与非效率投资行为研究——兼论大股东的监督抑或合谋[J].中国软科学,2009(9).

张功富,宋献中.我国上市公司投资:过度还是不足?——基于沪深工业类上市公司非效率投资的实证度量[J].会计研究,2009(5).

作者单位:湖南大学工商管理学院,长沙410082