

学校编码: 10384
学号: 17620121151217

分类号__密级__
UDC__

厦 门 大 学

硕 士 学 位 论 文

所有权性质与债务来源结构对上市公司
非效率投资行为的影响——基于预算约束视角的实证研究

The Impact of Ownership Nature and Debt Sources Structure
Over the Listed Companies' Inefficient Investment Behavior: An
Empirical Study Based on the Perspective of Budget Constraints

李婷婷

指导教师姓名: 刘志坚 副教授

专 业 名 称: 企 业 管 理

论文提交日期: 2015 年 4 月

论文答辩时间: 2015 年 5 月

学位授予日期: 2015 年 6 月

答辩委员会主席: _____

评 阅 人: _____

2015 年 5 月

厦门大学学位论文原创性声明

本人呈交的学位论文是本人在导师指导下,独立完成的研究成果。本人在论文写作中参考其他个人或集体已经发表的研究成果,均在文中以适当方式明确标明,并符合法律规范和《厦门大学研究生学术活动规范(试行)》。

另外,该学位论文为()课题(组)的研究成果,获得()课题(组)经费或实验室的资助,在()实验室完成。(请在以上括号内填写课题或课题组负责人或实验室名称,未有此项声明内容的,可以不作特别声明。)

声明人(签名):

年 月 日

厦门大学学位论文著作权使用声明

本人同意厦门大学根据《中华人民共和国学位条例暂行实施办法》等规定保留和使用此学位论文，并向主管部门或其指定机构送交学位论文（包括纸质版和电子版），允许学位论文进入厦门大学图书馆及其数据库被查阅、借阅。本人同意厦门大学将学位论文加入全国博士、硕士学位论文共建单位数据库进行检索，将学位论文的标题和摘要汇编出版，采用影印、缩印或者其它方式合理复制学位论文。

本学位论文属于：

（ ） 1. 经厦门大学保密委员会审查核定的保密学位论文，于
年 月 日解密，解密后适用上述授权。

（ ） 2. 不保密，适用上述授权。

（请在以上相应括号内打“√”或填上相应内容。保密学位论文应是已经厦门大学保密委员会审定过的学位论文，未经厦门大学保密委员会审定的学位论文均为公开学位论文。此声明栏不填写的，默认为公开学位论文，均适用上述授权。）

声明人（签名）：

年 月 日

摘要

投资和融资作为企业财务活动最基本最重要的两个方面有着紧密的联系。由于存在信息不对称和委托代理问题，企业会出现非效率投资的行为。而债务作为一种重要的治理手段一方面能缓解“股东-管理者”代理冲突，另一方面也会引发“股东-债权人”代理问题。现有的研究表明，不同来源的债务在预算约束性质上存在差异，因此对非效率投资的治理效果也不同。此外，由于国内外在体制背景、资本市场发展程度以及法律制度方面存在差异，我国债务融资的治理效果相对较差。本文以我国沪深 A 股 2007-2013 年的 1414 家上市公司数据为样本，采用实证方法从预算约束的视角探讨银行借款、商业信用和公司债券等三种主要的债务来源对国有和非国有上市公司的非效率投资行为的影响。

研究结果表明：第一，上市公司既存在因股东-管理者的委托代理问题导致的过度投资行为，也存在因信息不对称导致融资约束而引发的投资不足问题。投资不足的上市公司比过度投资的上市公司在数量上要多，但过度投资的上市公司的投资扭曲程度比投资不足的更严重。第二，三种债务类型都不能抑制国有上市公司的过度投资行为，而对于非国有上市公司的过度投资行为，债务的治理作用从强到弱依次为商业信用、银行借款和公司债券。第三，对于国有上市公司的投资不足问题，债务的治理效果由强到弱依次为银行借款、公司债券和商业信用。对于非国有上市公司的投资不足，只有公司债券发挥了显著的缓解作用。由此，本文提出相应的政策性建议：为提高债务的治理效果，相关部门应深化所有权制度改革，加快银行的市场化进程，完善企业破产机制，加强债权人利益保护，大力发展债券市场，优化企业债务结构。

关键词：债务来源；非效率投资；预算约束

Abstract

As two most important financial activities of modern enterprise, investing and financing are closely linked. Due to the asymmetric information and principal-agent problem, inefficient investment behaviors are very common among enterprises. The debt act as an important tool of corporate governance. For one hand to ease the "shareholder - manager" agency conflicts, for the other hand may lead to "shareholders - creditor" agency problem. According to the previous studies, debt from different sources shows different constraints nature, therefore having different impact on the inefficient investment. In addition, due to differences in institutional context, the maturity of capital market and legal system between China and Western countries, the governance effect of debt financing is relatively poor. In this paper, we select 1414 companies as samples, which are all from China's Shanghai and Shenzhen A-shares during 2007-2013, with empirical research method to study the impact of three main debts over the state-owned and non-state-owned listed companies' inefficient investment behavior.

The paper's main conclusions are as follows. Firstly, over-investment and under-investment are both exist in listed companies, which are caused by principal-agent problem and asymmetric information respectively. The number of under-investment companies are more than those of over-companies, but the degree of inefficient investment are more serious in the over-investment companies. Secondly, the three types of debt can not constraint over-investment behavior in state-owned listed companies. For the over-investment behavior of non-state-owned listed companies, debts' governance significance from strong to weak would be commercial credit, bank loans and corporate bonds. Thirdly, for the under-investment behavior of state-owned listed companies, debts' governance significance from strong to weak order as bank loans, corporate bonds and commercial credits. And for under-investment behavior of non-state-owned listed companies, only corporate bonds show a significant effect.

Thus we puts forward policy suggestions as follows. To improve the effectiveness of debt governance, the relevant departments should deepen the reform of ownership system, accelerate the process of marketization of banks, improve corporate bankruptcy mechanism,

strengthen the protection of creditors' interests, to develop the bond market and optimize the structure of corporate debt.

Keywords: Debt Sources; Inefficient Investment; Budget Constraints

厦门大学博硕士学位论文摘要库

目录

1 绪论	1
1.1 研究背景与意义	1
1.1.1 研究背景	1
1.1.2 研究意义	2
1.2 相关概念界定	3
1.2.1 非效率投资	3
1.2.2 债务融资及其来源	4
1.2.3 预算约束	4
1.2.4 所有权性质	4
1.3 研究内容与方法	5
1.3.1 研究内容	5
1.3.2 研究方法	5
1.4 研究框架	6
2 理论基础与文献综述	8
2.1 理论基础	8
2.1.1 信息不对称理论与非效率投资	8
2.1.2 委托代理理论与非效率投资	8
2.1.3 自由现金流假说	9
2.2 文献综述	10
2.2.1 债务融资对非效率投资的影响	10
2.2.2 债务来源结构对非效率投资的影响	13
2.2.3 投资-现金流敏感性研究	16
2.2.4 小结	18
3 研究设计	19
3.1 理论分析与研究假设	19
3.2 样本选择与数据来源	23
3.3 模型设定与变量定义	24
3.3.1 非效率投资度量模型	25
3.3.2 非效率投资动因检验模型	27
3.3.3 债务融资对非效率投资治理模型	28
4 实证分析	31
4.1 非效率投资度量模型实证分析	31
4.1.1 描述性统计分析	31
4.1.2 变量相关性分析	31
4.1.3 多元回归分析	32
4.2 非效率投资动因检验模型实证分析	33
4.2.1 描述性统计分析	33
4.2.2 变量相关性分析	36

4.2.3 多元回归分析.....	39
4.3 债务融资对非效率投资的影响模型实证分析.....	41
4.3.1 描述性统计分析.....	41
4.3.2 多元回归分析.....	41
4.3.3 稳健性检验.....	48
5 结论与建议.....	52
5.1 研究结论.....	52
5.2 政策性建议.....	53
5.3 可能的创新点.....	54
5.4 研究不足.....	55
参考文献.....	56
致谢.....	61

厦门大学博硕士学位论文摘要库

Table of Contents

Chapter 1 Introduction	1
1.1 Chapter 1 Introduction	1
1.1.1 Research Background	1
1.1.2 Research Significance.....	2
1.2 Relevant Concepts	3
1.2.1 Inefficient Investment	3
1.2.2 Debt Financing and Debt Sources.....	3
1.2.3 Budget Constraints.....	4
1.2.4 Ownership Nature	4
1.3 Research Content and Methods	5
1.3.1 Research Content	5
1.3.2 Research Methods	5
1.4 Research Framework	6
Chapter 2 Theoretical Foundation and Literature Review.....	8
2.1 Theoretical Foundation.....	8
2.1.1 Asymmetric Information Theory and Inefficient Investment.....	8
2.1.2 The Principal-agent Theory and Inefficient Investment	8
2.1.3 Free Cash Flow Hypothesis	9
2.2 Literature Review.....	10
2.2.1 The Impact of Debt Financing over Inefficient Investment	10
2.2.2 The Impact of Debt Sources Structure over Inefficient Investment.....	13
2.2.3 Research on the Investment - Cash Flow Sensitivities.....	16
2.2.4 Summary	17
Chapter 3 Research Design	19
3.1 Theoretical Analysis and Research hypotheses	19
3.2 Sample Selection and Data Sources	23
3.3 Model Design and Variables Definition.....	24
3.3.1 Inefficient Investment Measurement Model.....	25
3.3.2 Inefficient Investment Motivation Testing Model	27
3.3.3 Debt Sources Structure with Inefficient Investment Model.....	28
Chapter 4 Empirical Analysis	31
4.1 Empirical Analysis of Inefficient Investment Measurement Model	31
4.1.1 Descriptive statistics	31
4.1.2 Correlation Analysis.....	31
4.1.3 Multiple Regression Analysis	32
4.2 Empirical Analysis of Inefficient Investment Motivation Testing Model	33
4.2.1 Descriptive Statistics	33
4.2.2 Correlation Analysis.....	36

4.2.3 Multiple Regression Analysis	39
4.3 Empirical Analysis of Debt Sources Structure with Inefficient Investment Model	41
4.3.1 Descriptive Statistics	41
4.3.2 Multiple Regression Analysis	41
4.3.3 Robustness Test.....	48
Chapter 5 Conclusions and Suggestions	52
5.1 Research Conclusions	52
5.2 Political Suggestions.....	53
5.3 Research Innovations.....	54
5.4 Research Limitations	55
References	56
Acknowledgements.....	61

廈門大學博碩士論文摘要

1 绪论

1.1 研究背景与意义

1.1.1 研究背景

投资行为和融资行为作为企业财务活动最基本最重要的两个方面有着紧密的联系，一直是理论界和实务界关注的焦点之一。自 Modigliani 和 Miller (1952)^[1]提出著名的 MM 理论，关于债务融资对投资行为影响的研究日渐成熟和丰富。经典的 MM 理论认为，如果资本市场是完美的，那么公司价值与资本结构是不相关的。但由于现实中存在信息不对称、代理成本等市场摩擦，资本市场并不完美。Jensen 和 Meckling (1976)^[2]指出，由于“股东—管理者”、“股东—债权人”之间存在委托代理问题，企业在投资行为上容易偏离最优投资水平，造成非效率投资，表现为过度投资和投资不足。

Williamson (1988)^[3]认为，债务不仅仅是一种融资工具，还可以成为企业关键的治理工具。基于西方成熟的资本市场，国外学者的大量研究都表明，债务能够降低股东和管理者的代理成本，产生破产威胁效应，减少管理者对自由现金流的滥用，从而抑制投资过度，发挥债务治理作用。(Jensen 和 Meckling, 1976^[2]; Jensen, 1986^[4]; Grossman 和 Hart, 1982^[5]; Aghion 和 Bolton, 1992^[6])。另一方面，根据信号传递理论，债务融资会向外部投资者传达出企业高质量的信号，从而能缓解企业因信息不对称面临融资约束而导致的投资不足情况 (Ross, 1977^[7]; Pyle, 1977^[8]; Heinkel, 1982^[9]; Grossman 和 Hart, 1982^[5])。由此可见，债务融资对企业的非效率投资具有一定的约束作用。

然而，国内学者的研究发现，由于我国特殊的经济体制和不完善的市场制度，上述理论在我国资本市场上却并不完全适用。究其原因，主要是债务的预算约束性质影响了债务对非效率投资的治理效果。如果债务表现出硬约束的性质，那么它的治理效果会更好。相反，如果债务表现出软约束性质，那么它的治理效果会大打折扣，甚至可能加剧非效率投资。具体来看，债务融资按照资金来源主要有三种：银行借款、商业信用和公司债券，它们的预算约束性质有明显差异。银行借款由于政策性负担可能会产生预算软约束的问题 (林毅夫等, 2004)^[10]，公司债券由于具备公共债务的特点而表现出硬约束的性质，商业信用由于存在再融资约束 (黄乾富等, 2009)^[11]，也具备一定的硬约束性质。因此，企业在负债融资上采用不同类型的债务会对企业的投资

效率产生不同的影响。

由于我国曾经对公司债券的发行进行严格的限制，企业在债务融资上主要还是依赖银行借款和商业借款。但是国内的一些研究证明，银行借款并不能抑制国有企业的过度投资行为，商业信用作为一种短期融资工具对企业的投资不足难以发挥充分的缓解作用。那么，什么样的债务融资最有利于约束企业的非效率投资行为？不同的债务来源在治理效果上究竟有怎样的差异？因此，为了让债务发挥更加有效的治理作用，不仅要关注整体的债务水平，还需要对不同的债务来源进行比较研究。此外，我国上市公司的所有权性质分为国有和非国有。国有上市公司由于“所有者缺位”普遍存在“内部人控制”问题（陈湘永和张剑文，2000）^[12]，股东和管理者之间的代理问题更为严重，因而更容易出现投资扭曲。另外，由于我国大部分商业银行都是国有性质，与国有上市公司的股东同源（政府），因此银行借款可能会产生预算软约束的问题。所以，在不同所有权性质下，债务的对非效率投资行为的影响可能存在差异。基于以上分析，本文试图从预算约束的角度对债务来源进行区分，研究三种不同债务融资来源对国有和非国有上市公司非效率投资行为的影响，判断它们在治理作用上的效用差异，为上市公司的债务融资决策提供理论支持和经验证据。

1.1.2 研究意义

国内外文献在研究债务对非效率投资的影响时，多数集中在债务整体和债务期限结构，从债务来源角度的研究相对较少。其中，在研究债务来源时多数只考虑银行借款和商业信用，因为这些学者认为公司债券在债务总额中所占的比例太小，在量级上不具有可比性。事实上，如表 1-1 所示，自 2007 年证监会发布《公司债券发行试点办法》后，公司债券的融资规模从 2007 年的 112 亿元迅速攀升到 2013 年的 1370.06 亿元，在 2012 年达到 2507.6 亿元，累积发行总量为 6815.16 亿元，6 年翻了近 61 倍。不难看出，公司债券逐渐成为上市公司的一个重要融资来源，它对企业非效率投资的治理作用是不可忽视的。近几年，也有少量研究专门针对公司债券，并用银行借款作为参照组，但没有将商业信用纳入研究，因为这些学者认为商业信用属于短期融资工具，而银行借款和公司债券是长期融资工具，在性质上不具有可比性。实际上，银行借款包括长期借款和短期借款两种，众多以银行借款和商业信用为研究对象的文献并没有因为债务期限结构不同而放弃对两者之间的比较分析。

笔者认为，如果只选取其中两种债务类型进行分析，研究结论可能会存在一定的偏差，对于企业债务融资结构的建议可能会存在误导。因为每一种债务融资工具都具备各自的特点，在不同的所有权背景下适用性不同，不能仅靠主观判断就忽略其中一种。因此，本文在研究中将银行借款、商业信用和公司债券同时考虑进来，并对结果进行比较分析，以期得到更加完整和有效的结论，在理论上完善债务治理的相关研究成果，在实践上为上市公司的负债融资安排提供依据，帮助决策制定者更有效地约束非效率投资行为。

表 1-1 中国公司债券 2007-2013 年发行情况统计表

发行年份	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
发行数目（支）	5	15	47	16	83	187	99
融资规模（亿元）	112	288	734.9	511.5	1291.2	2507.5	1370.06

数据来源：国泰安 CSMAR 中国债券市场数据库

1.2 相关概念界定

1.2.1 非效率投资

非效率投资具体来说存在两种表现形式：过度投资和投资不足。

过度投资是指企业将资金投入净现值小于零（ $NPV < 0$ ）的项目中去。究其原因，一方面股东和管理者之间的代理问题导致管理者的道德风险，管理者有建造“企业帝国”的倾向（Jensen 和 Meckling, 1976）^[2]，尤其是当公司拥有大量的自由现金流时，管理者很可能会投资于那些 $NPV < 0$ 的项目，造成过度投资（Jeason, 1986）^[4]。另一方面，股东和债权人之间的代理冲突可能导致股东（管理者）投资于那些高风险高收益的项目，这种现象被称为“资产替代”，实际上是过度投资的一种形式（Jensen 和 Meckling, 1976）^[2]。

投资不足是指对于那些净现值大于零（ $NPV > 0$ ）的项目，企业在进行投资决策时予以放弃。投资不足的情况有两种原因：第一种是由于信息不对称导致企业在外部融资时面临比内部融资更高的融资成本，造成外部融资困难，这种情况称为“融资约束”（Myers 和 Majluf, 1984）^[13]。由于面临融资约束，企业在面对 $NPV > 0$ 的项目时由于缺乏资金支持不得不放弃。第二种是由于股东和债权人之间的代理冲突可能导致股东（管理者）放弃那些有利于债权人而无法满足股东利益目标的 $NPV > 0$ 的项目，导致投资不足（Myers, 1977）^[14]。

1.2.2 债务融资及其来源

企业的融资方式分为股权融资和债务融资，本文的研究范围是后者。债务融资根据来源主要包括三种：银行借款、商业信用和公司债券。银行借款是指公司向银行或其他非银行金融机构借入的需要按照借款合同的约定还本付息的所有款项，包括短期借款和长期借款。商业信用是指买卖双方在出售商品或提供劳务时以延迟付款或提前收款的方式所形成的资金融通，表现为两种形式：第一种是会计上已经确认但实际上没有支出的资金，如应付账款、应付票据；第二种是会计上没有确认但实际上已经取得的资金，如预收账款。公司债券是指公司依法在公开市场上发行的到期需内还本付息的有价证券，在财务报表中体现为应付债券科目。

1.2.3 预算约束

企业的预算约束是指企业在支出上会受到企业的货币存量与收入的制约。预算约束的程度有软硬之分。Kornai (1979^[15], 1980^[16]) 最早提出“预算软约束”概念，他认为社会主义国家政府会持续救助入不敷出的企业，由于得到政府的救助，企业不再面临破产威胁，预算约束因此变软。而在市场经济体制下，由于政府和某些企业之间存在着隶属关系，因而企业的股东（管理者）产生了对政府的救助的预期，同样会导致预算约束变软（Kornai, 1998）^[17]。当企业存在预算软约束时，即便项目的 $NPV < 0$ ，仍然会进行投资。此外，Kornai (1980)^[16] 还明确了预算硬约束的概念，当企业不能从政府获得救助时，预算约束表现出硬的性质。他还指出硬化预算约束能够克服软约束的诸多局限性，提高经济效率。当资金的提供方为银行等信贷结构债权人时，预算软约束主要是指债权软约束（周雪峰，2013）^[17]。本文在后续章节将据此分析企业在不同的债务融资类型下面临的预算约束程度。如果企业的面临的预算约束比较硬，那么该种债务就能够约束企业的非效率投资行为，从而表现出硬约束的性质。反之则表现出软约束的性质。因此本文所指的债务的预算约束性质是指，由于债务自身的特点而对非效率投资的约束程度。

1.2.4 所有权性质

我国上市公司的所有权性质分为国有和非国有，其界定依据是公司的实际控制人

性质。如果实际控制人为国有企业、国有机构或政府机关，则认为其所有权性质为国有。如果实际控制人为自然人、民营企业、外资企业，则认为其所有权性质为非国有。本文对所有权性质区分主要是考虑到国有和非国有企业面临的预算约束有差异，需要分开讨论。

1.3 研究内容与方法

1.3.1 研究内容

本文的研究内容主要包括以下三个方面：

第一，阐明与非效率投资相关的理论基础，包括信息不对称理论、委托代理理论和自由现金流假说。在此基础之上对国内外的关于负债融资对非效率投资影响的理论和实证研究进行梳理和评述。

第二，以 2007-2013 年沪深 A 股的上市公司为样本，通过实证研究分别检验银行借款、商业信用和公司债券对于国有和非国有上市公司的非效率投资（过度投资和投资不足）的影响，并比较三者治理作用上的差异。

第三，根据研究结果，针对不同所有权性质的企业及有关部门提出相应的对策与建议。

1.3.2 研究方法

本文在研究国有和非国有上市公司的三种不同债务融资来源对非效率投资行为的影响中主要采用了规范研究和实证研究相结合的方法，其中理论基础和文献综述部分侧重于规范研究，在利用经验数据进行检验方面主要采用实证研究方法。

在规范研究方面，首先阐述信息不对称理论、委托代理理论和自由现金流假说对非效率投资问题的分析，其次对国内外关于债务融资对非效率投资的相关研究成果进行梳理，重点关注不同来源的债务对企业非效率投资的影响差异。

在实证研究方面，本文首先通过描述性统计观察样本变量基本特征，判断总体是否满足正态分布，并对异常值进行处理，为后续检验提供依据。其次，根据总体是否满足正态分布进行相关性分析，对于正态分布数据采用 Pearson 相关性检验，对于非正态分布数据采用 Spearman 秩相关性检验，用于初步判断解释变量之间的相关性，同时检验模型的多重共线性问题。最后通过 Hausman 检验确定样本服从固定效应还是随机

效应，进而选择合适的多元回归方法对模型的参数进行估计。另外，本文还运用组间比较分析，根据所有权性质对样本进行分组比较，采用 Mann-WhitneyU 检验确定组间差异的显著性。

1.4 研究框架

本文研究的逻辑框架如图 1-1 所示，具体章节安排如下：

第一章为绪论。本章主要提出本文的研究背景与研究意义，明确研究内容、研究框架与研究方法，最后对相关概念进行界定。

第二章为理论基础与文献综述。本章首先对非效率投资的基础理论进行阐述，以此为据展开后文的论证和分析。其次，梳理国内外关于债务融资的引入对非效率投资影响的研究成果，重点考察不同债务来源在治理效用上的差异。最后，在前文综述的基础上对国内外相关文献进行总结，归纳出可能存在的问题与不足，为后续章节的理论分析和实证做好铺垫。

第三章为研究设计。本章根据前文的理论基础和文献综述论证预算约束软硬对债务的治理效用的差异，具体分析银行借款、商业信用和公司债券的预算约束性质及其对非效率投资的影响，并根据上市公司的所有权性质进行分组讨论，提出本文的研究假设。其次，明确本文的实证检验思路，样本选择和数据来源及其筛选方法，阐明模型设定、相关变量的选取和计算方法。

第四章为实证分析。本章通过非效率投资度量模型、非效率投资动因检验模型、债务融资对非效率投资的影响模型对本的研究假设进行检验，并对组间的描述性统计、相关性分析及回归结果进行比较分析。

第五章为结论与建议。基于前文的论述分析以及实证研究结果，总结得出本文研究的主要结论。其次根据研究结论提出相应的政策性建议。最后阐述本文可能的贡献和创新点，并本文研究的局限性和不足之处进行反思。

Degree papers are in the "[Xiamen University Electronic Theses and Dissertations Database](#)". Full texts are available in the following ways:

1. If your library is a CALIS member libraries, please log on <http://etd.calis.edu.cn/> and submit requests online, or consult the interlibrary loan department in your library.
2. For users of non-CALIS member libraries, please mail to etd@xmu.edu.cn for delivery details.

廈門大學博碩士論文摘要庫