

安徽省上市公司财务杠杆对投资支出的影响研究

刘媛媛, 曾 蕾

(安徽大学 商学院, 合肥 230039)

摘要:利用安徽省上市公司 2007—2009 三年的相关财务数据为样本,在国内外已有理论的基础上对这些上市公司分别进行了三种回归模型的实证分析。通过研究得出的结论认为,在以银行借款比率来表示上市公司财务杠杆水平情况下,安徽省上市公司的财务杠杆水平与投资支出之间存在不显著的负相关性。

关键词:上市公司;国有控股;财务杠杆;投资支出

中图分类号:F272.3 **文献标志码:**A **文章编号:**1671-1807(2011)10-0089-03

MM 理论认为,在交易成本为零等一系列假设条件前提下,企业的投资决策仅取决于项目的净现值,而与融资结构无关。然而由于信息不对称以及代理成本等原因,现实中并不存在这样完美市场,国外诸多学者通过研究普遍认为企业负债水平与投资支出存在相关性。

考虑到我国证券市场存在产权不明晰、资本市场与法律保障不完善以及上市公司融资渠道不健全等差异,不能将国外的研究理论及成果直接移植到我国,因而国内学者在借鉴国外理论与方法模型的基础上,利用我国上市公司数据资料来分析上市公司财务杠杆与投资之间关系。李胜楠通过利用 2000—2002 年间我国上市公司面板数据进行实证分析,其研究结果表明在国有控股比例低的公司,高负债水平会抑制企业投资支出,产生投资不足现象;而在国有控股比例高的公司,高负债水平导致过度投资现象^[1]。陆正飞等在代理理论基础之上通过研究得出企业负债过多时会显著削弱企业投资能力^[2-3]。辛清泉等以我国 2000—2004 年上市公司数据为样本,在政府、银行和企业三方预算约束条件下实证分析了企业投资支出与债务杠杆之间的关系,实证结果显示企业投资支出与财务杠杆负相关,并且认为“同质性因素”弱化了企业债务治理机制与投资行为的扭曲^[4]。姚明安、孔莹研究了股权集中背景下上市公司财务杠杆与企业投资之间的关系,研究结果表明,财务杠杆对企业投资具有显著的抑制作用,并且这种抑制作用随着控股股东持股比例的提高而减弱^[5]。诸

如此类的研究基本思路与方法基本类似,在此不再赘述。

纵观国内为数不多的针对上市公司财务杠杆与投资支出之间关系的研究可以看出,宏观层面的数据分析得出的结论基本一致,即我国上市公司财务杠杆与投资支出之间的负相关性普遍存在,这种相关性对于非国有控股上市公司而言要大于国有上市公司。企业负债没有约束企业的过度投资,反倒造成企业投资行为的扭曲。

以上的研究均以全国上市公司为样本,但由于地区发展模式、经济发展水平以及经济政策等相关因素的影响,不同区域上市公司的负债水平与其投资支出之间相关性及其程度应该有所不同,目前国内还没有文章针对此进行研究。由此,本文将以内安徽省 56 家上市公司 2007—2009 年数据为样本,利用国内外已有理论与方法,对安徽上市公司财务杠杆对投资支出的影响作实证分析。

1 研究假设

相对于国外一些发达资本市场,目前我国既处在资本市场新兴时期,同时也处在经济转型时期。在这种双重特征影响下,上市公司在很大程度上受政府的控制,政府行为决定了社会资源的配置。特别是当这种行为权下放给地方性政府时,为了获得政治和经济上的原因,政府角色会更多的进入银行贷款决策和上市公司投资决策框架。在此情况下,政府行为将会弱化西方理论所描述的商业银行对上市公司的债务约束效应。

收稿日期:2011-06-25

作者简介:刘媛媛(1985—),女,安徽安庆人,安徽大学商学院 2009 级技术经济及管理专业硕士研究生,研究方向:技术创新及管理;曾蕾(1988—),女,江西吉安人,安徽大学商学院技术经济及管理专业硕士研究生,研究方向:技术创新与投资。

安徽省作为国家中部崛起发展战略实施的省份之一,整体经济发展水平相对于其他外省比较落后,上市公司在运营和治理方面更容易受到中央及省政府的更多管制。另一方面,据统计,在安徽所有上市公司当中,完全国有或国有控股占绝对比例的企业占据绝大份额,对其研究的结论应在更大程度上符合已有学者关于国有控股上市公司的研究结论。

鉴于国内外研究成果以及安徽的特殊情况,本文提出如下研究假设:安徽上市公司的财务杠杆水平与投资支出水平存在负相关性,但其相关程度不高或不显著。

2 数据说明及描述性统计

2.1 样本选取及数据来源

本文所选取样本为安徽省内 56 家上市公司 2007—2009 年三年的数据。参照已有成熟理论,在样本选取中剔除了债券金融公司,PT、ST 公司以及当年上市的和数据缺失的公司。最后得出样本容量为 41 家。所有上市公司财务会计数据均来自各上市公司年度报表汇总得到,所用统计软件为 Eviews6.0。

值得说明的是,在以往国内学者所作研究当中,学者们多以是否为国有控股为标准将样本分为两类并由此来考察相应的上市公司财务杠杆与投资支出之间的关系。在本文的研究当中,由于考虑到样本中上市公司基本均为国有控股公司,因而没有对样本进行相应的分类考察。由此可以看出,本文其实是在区域上从国有控股角度上对上市公司的负债与投资之间进行的研究。

2.2 模型的选取与变量说明

本文借鉴 Fazarri、Hubbard 和 Peterson(1988)的模型,利用上市公司投资支出的模型作为企业负债水平与投资支出之间关系的基本框架,构建模型如下:

$$Inv = c + \beta_1 Lev + \beta_2 Growth + \beta_3 CF + \beta_4 Sales + \sum_{i=1}^3 \beta_{4+i} Year_i$$

其中 c 为截距项, $\beta_i (i = 1, 2, \dots, 7)$ 为常数项。各变量所表示含义及计算公式如下:

Inv 为因变量,用以描述企业投资支出水平。本文中借鉴国内外已有研究成果及模型定义其值为 t 年固定资产原值改变量/ $t-1$ 年末固定资产净值。 Lev 为主要解释变量,表示财务杠杆水平。考虑到安徽省上市公司基本为国有控股企业,其融资渠道基本为商业银行贷款,因此本文中定义其计算式为 t 年末公司银行借款余额/ t 年末公司总资产。除此,考虑其他相关因素对企业投资支出水平的影响,模型中加入如下控制变量:①公司成长性变量 $Growth$,定义为

t 年公司主营业务收入改变量/ $t-1$ 年公司主营业务收入。②现金流变量 CF ,定义为 t 年经营性现金流量净额/ t 年末公司总资产。③生产能力变量 $Sales$,定义为 t 年公司主营业务收入/ t 年末公司固定资产净值。④年度虚拟变量 $Year$,当公司经营受宏观经济因素影响时取 1,否则取 0。本文中共引入三个年度虚拟变量。

2.3 描述性统计

通过对安徽省上市公司 2007~2009 年度相关财务数据的计算,得出各变量的描述性统计情况见表 1。

表 1 各变量描述性统计

	Inv	Lev	Growth	CF	Sales
Mean	0.15	0.82	1.048	0.10	3.06
Median	0.03	0.50	1.05	0.06	2.38
Maximum	2.36	17.32	1.99	2.64	14.20
Minimum	-0.89	0.06	0.31	-0.13	0.18
Std. Dev.	0.378	1.99	0.32	0.28	2.75
Observations	123	123	123	123	123

3 实证结果及其分析

考虑到本文实证分析所用数据为面板数据,仅采用传统的最小二乘回归方法可能会产生误差。为使误差最小化,本文在实证分析过程中不仅采用混合面板数据的最小二乘回归方法,同时也采用面板数据估计中的固定效应模型与随机效应模型对方程进行估计。实证结果分别见表 2、3 和表 4。

表 2 混合模型回归结果

Variable	Coefficient	t-Statistic	Prob.
Lev	-0.008	-0.55	0.583 4
Growth	0.172 461	8.117 026	0.023 1
CF	0.149 414	1.791 268	0.630 4
Sales	-0.019 392	-6.229 959	0.102 1
Year	控制		
D-W stat	2.235 367		
Adj-R ²	0.297 293		
Observations	123		

表 3 固定效应模型回归结果

Variable	Coefficient	t-Statistic	Prob.
Lev	-0.001 57	-0.169 986	0.865 5
Growth	0.465 104	2.434 463	0.017 2
CF	0.109 13	0.817 405	0.416 2
Sales	-0.100 998	-1.150 905	0.253 3
Year	控制		
D-W stat	3.457 745		
Adj-R ²	0.475 98		
Observations	123		

表 4 随机效应模型回归结果

Variable	Coefficient	t-Statistic	Prob.
Lev	-0.003 54	-0.285 175	0.121 3
Growth	0.441 363	3.784 995	0.000 2
CF	0.023 465	0.191 543	0.848 4
Sales	-0.021 385	-1.336 788	0.169 4
Year	控制		
D-W stat	2.391 174		
Adj-R ²	0.136 668		
Observations	123		

注：以上结果中均没有列出相应截距项值。

由表 2 和表 3 可以看出,通过混合模型与固定效应模型对原方程进行的回归结果显示了公司杠杆水平 Lev 与企业投资支出负相关,然而其影响效果并没有像前期学者那样明显。比如混合模型回归结果显示,公司财务杠杆水平每增加 1%时,由此带来的公司投资支出水平下降仅有 0.008%;固定效应模型回归结果更显示出这一特征,财务杠杆水平每增加 1%,公司的投资支出水平减少为 0.0016%。此外,回归结果还显示财务杠杆水平与投资支出负相关的显著性不高。两种回归模型下拒绝原假设的概率分别为 0.58 和 0.87,说明上市公司财务杠杆水平与投资支出水平负相关这一理论假设很难通过实证检验,即安徽省上市公司财务杠杆水平对其投资支出水平虽然存在负相关性,但是很不显著。表 4 为原样本面板数据通过随机效应模型回归而得出的结果,结果同样显示了财务杠杆水平与企业投资支出水平之间的负相关性,其相关系数为-0.003 5。然而与前两种回归模型不同的是,该模型下的回归结果对原假设具有较高的显著性支持。通过相关系数的 t 双侧检验概率为 0.1213 可以得知该回归结果较显著地支持原假设,即上市公司财务杠杆水平与投资支出水平负相关,但是两者之间相关系数较低。

基于对国内已有研究结果的理解,可以上述结果进行解释。Jensen 认为,债务可以作为一种公司治理工具,但这种治理机制作用发挥的前提条件是债务要有硬约束作用,这种硬的约束作用正体现公司财务杠杆水平与投资支出之间的相关性。然而对于国有控股企业而言,一方面由于共同的国有身份以及政府对国有企业的扶持,银行在贷款给国有控股企业时往往没有体现上述理论上的约束作用,从而导致在国有控股公司中的银行借款比率并不存在与投资支出之间的显著关系。另一方面,财政分权改革后,地方性

政府在考虑到上市公司所带来的经济利益后往往会支持上市公司扩大规模和投资,给予大力扶持;而当上市公司债务比例攀高时又会一方面抑制银行的约束性贷款而另一方面约束企业的过度投资,从而导致这种行政性的约束强于银行贷款体制的约束,体现为以银行借款比率的财务杠杆水平与投资水平之间关系的不明显。

4 结论

本文采用安徽省 41 家上市公司 2007—2009 年度财务数据,通过三种不同模型回归分析得出的结论与前期学者研究结论基本一致,公司财务杠杆水平与投资水平之间具有负相关性。由于本文研究所采用的样本企业绝大部分为国有控股企业,因而实证结果显示财务杠杆水平与企业投资支出之间的相关系数并不十分显著,投资水平对财务杠杆水平敏感度不高。同时本文在研究过程中所采用的样本容量较小,回归模型存在偏差的可能性相对较高,对实证结果会产生一定的影响,还有待于进一步的改善。

鉴于本文研究结果可以认为,虽然国有企业改革已取得显著成效,但在上市公司中依旧存在行政性约束弱化企业投资决策的现象,尤其在地方性政府的约束效应相当显著时。由此,安徽省上市企业仍旧需要向市场化自主经营方向深化改革。另一方面,对于安徽省上市公司而言,商业银行对于企业投资决策债务硬约束功能也存在失效现象,造成企业的投资行为扭曲。因此,在法人治理结构逐步成为商业银行市场化运营基础之后,我们应当更加关注的是这些市场化运营规则的有效实施。

参考文献

[1]李胜楠,牛建波.上市公司负债水平与投资支出关系的实证研究[J]. 证券市场导报,2005(3):44—48.

[2]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—76.

[3]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研究[J]. 管理世界,2006(1):120—128.

[4]辛清泉,林斌. 债务杠杆与企业投资——双重预算约束视角[J]. 财经研究,2006(7):73—83.

[5]姚明安,孔莹. 财务杠杆对企业投资的影响——股权集中背景下的经验研究[J]. 会计研究,2008(4):33—40.

[6]林芳. 我国上市公司财务杠杆对投资支出的影响[J]. 财会统计,2010(2):69—71.

(下转第 119 页)

2.2.4 计算出评价向量

一级指标评价向量: $B_1=A_1 * R_1, B_2=A_2 * R_2,$
 $B_3=A_3 * R_3, B_4=A_4 * R_4, B_5=A_5 * R_5$

自主创新能力隶属度矩阵: $R=(B_1, B_2, B_3, B_4,$
 $B_5)^T$

自主创新能力评价向量: $B=A * R=(b_1, b_2, b_3,$
 $b_4, b_5)$

2.2.5 计算综合得分

自主创新能力评价向量 $B=(b_1, b_2, b_3, b_4, b_5),$
评价等级向量 $X=(X_1, X_2, X_3, X_4, X_5)=(5, 4, 3, 2,$
1),采用加权平均法得出:

综合得分 $G=b_1 * X_1 + b_2 * X_2 + b_3 * X_3 + b_4 * X_4 + b_5 * X_5,$ 进而确定评价等级。

参考文献

[1]熊彼特. 经济发展理论[M]. 北京:商务印书馆,1994.
[2]曹霞,金清. 企业自主创新模式选择的影响因素分析[J]. 商业经济,2008(7).

[3]李全起. 企业自主创新的影响因素分析[J]. 创新科技,2006 (8).
[4]曾进泽,宋耘. 企业自主创新的影响因素及演化路径研究 [M]. 广州:中山大学出版社,2010.
[5]李垣,刘衡,方润生. 外部因素对企业自主创新的影响[J]. 统计与决策,2007(20).
[6]李垣,李西垚,方润生. 影响我国企业自主创新的内部因素分析[J]. 现代生产与管理技术,2007(1).
[7]路金芳. 来源于企业自主创新的内外部影响因素[J]. 求索, 2006(2).
[8]胡本田. 产业集群发展的创新指标体系研究[J]. 科技和产 业,2008(10).
[9]黄德春,陈思萌. 创新型企业创新能力评价实证研究[J]. 求 索,2008(1).
[10]胡本田. 科技型中小企业创新能力评价指标体系的探讨 [J]. 铜陵学院学报,2006(1).
[11]王立新,高长春,任荣明. 企业创新能力的评价体系和评价 方法研究[J]. 东华大学学报:自然科学版,2006(6).
[12]邵国利,刘敏. 企业创新能力评价体系的研究[J]. 商业经 济,2009(2).

Factor Analysis and Evaluation Index System of Private SMEs’ Innovation

ZHANG Yu

(School of Economics, Anhui University, Hefei 230039, China)

Abstract: With the tremendous transformational pressure posed to China’s economic growth pattern, it is a necessary trend for economic develop- ment undergoing a new path from being originally driven by energies and raw materials to by innovation of knowledge and technology. This paper focuses on the analysis of the factors that affect private small and medium enterprises’ (SMEs) innovation thereby establishing an evaluation index system of their capacity for innovation.
Key words: innovation; private small and medium enterprises; evaluation index system

(上接第 91 页)

The Listed Company Financial Leverage in Anhui Province to the Study on the Impact of Investment Spending

LIU Yuan-yuan, ZENG Lei

(College of Business, Anhui University, Hefei 230039, China)

Abstract: This paper, by using the listed company in Anhui province 2007 ~ 2009 three years of relevant financial data for sample, at home and abroad on the basis of the existing theories of the listed company, the three regression model, the empirical analysis. Through the study, the con- clusion that in the bank borrowing to show the listed company financial leverage level case, in our province, the listed company financial leverage level and between investment spending is not significant negative correlation.
Key words: the listed company; state holding; financial leverage; investment spending