

债务的公司治理效应

——基于现金流代理成本的考察

张 琛¹ 刘银国^{1,2}

(1. 合肥工业大学管理学院,安徽 合肥 230009;2. 安徽财经大学研究生处,安徽 蚌埠 233030)

[摘 要] 利用 2001 - 2010 年上市公司数据研究债务的公司治理效应,即债务在控制自由现金流的代理成本方面发挥的作用。研究发现:(1)债务融资比例与过度投资呈负相关关系、与在职消费呈倒 U 型曲线关系;(2)短期借款与商业信用的代理成本控制效应更强;(3)成长性、国有股比例、股权制衡度低的企业更有可能发挥债务的公司治理效应。研究结论为控制现金流的代理成本提供了一处可行的方法,也为完善公司治理结构提供了借鉴。

[关键词] 债务融资;代理成本;公司治理

[中图分类号]F234.4 **[文献标识码]**A

[文章编号]2095 - 3410(2013)03 - 0055 - 08

一、引言

企业资金的获得一般来自两个方面:负债和股本。作为股本的投入者股东拥有对企业的控制权,股东大会的治理角色在公司治理结构中不可或缺(于东智,2001),但我国上市公司较弱的危机处理能力间接地反映了资本结构不合理和股权融资的弊端。传统财务理论认为债务融资会增加资本成本,但随着资本结构理论与公司治理理论的结合,学者们逐渐认识到债务不仅是一种融资工具,更应该被看做是一种公司治理模式(Harvey & Shrieves, 2000)。Jensen(1986)就提出了负债的“控制假设”(Control Hypothesis),他认为股利政策与债务政策在支付未来现金流量方面的承诺是不同的,股利政策的承诺是靠不住的,没有法律约束力,而在债务政策里,管理者必须定期还本付息,具有“硬性约束”(John & Senbet, 1988; Westphalen, 2002)。根据优序融资理论(Pecking Order Theory),企业对于债务融资的偏好优于股权融资,因为利用债务筹集资金不会传递任何可能降低股票价格的逆向信号,向投资者传递的是一种积极的信号(Myers & Majluf,

1984)。此外,债务融资减少了外部股东的股权控制,保证了经理人在公司控制权上的优势,即债务融资具有控制权转移效应(Harris & Raviv, 1988)。

公司治理是现代企业制度中的突出架构,而现代企业制度最根本的特征就是所有权与经营权分离,并由此产生了委托代理问题,经理人可能会通过使用自由现金流进行在职消费以弥补其在控制权上的短缺并同时满足其获取个人收益的私欲;并通过过度投资达到其构建“企业帝国”愿望,因此建立完善的公司治理结构和有效的控制权市场就显得十分必要。在此基础上,本文重点研究债务融资作为一种外部公司治理机制,能否抑制过度投资和在职消费,降低委托代理成本,不同类型的债务融资方式会对代理成本产生何种影响,并进一步研究债务融资的公司治理效应会受到哪些因素的制约。

二、理论综述与研究假设

Jensen 的自由现金流假说(1986)认为企业经理人往往从个人收益最大化的角度出发进行企业的运营管理。为了构建自己的“企业帝国”,当其拥有大量的自由现金流时,往往将其投资到负 NPV 的项目

[基金项目] 本文是国家自然科学基金项目“国有企业自由现金流量优化与控制机制研究”(项目编号:71172190)和教育部人文社会科学规划项目“基于公平正义视角下国有企业高管薪酬制度研究”(项目编号:09YJA630002)的阶段性成果。

[作者简介] 张琛(1987 -),男,安徽铜陵人,合肥工业大学管理学院博士研究生。主要研究方向:公司治理。

上(Strong & Meyer, 1990; Mark & Clifford, 1995),以扩大企业规模来获得更多晋升机会与物质收益,另一方面,超额的在职消费也成为经理人追求个人收益最大化的一种方式,这种自由现金流的随意性支出不仅侵占了公司资源,也给经理人权利寻租提供了渠道,助长了腐败(陈冬华等,2005;罗宏,黄文华,2008)。经理人的这些行为严重地与股东以价值最大化为准绳的目标不一致,加剧了两者不可调和的意识导向,深化了委托代理问题。

债务融资的固定利息和硬约束机制,要求债务公司承担定期支付一定现金流的承诺,该还本付息的现金流出不仅可以作为股利分配有效的替代物,而且在一定程度上也抑制了经理人员对自由现金流的随意支配权,降低了其盲目投资和扩张行为的可能性,Stulz(1990)通过建立模型,研究得出由于经理人掌握了外部人所不具有的内部信息,因此他们的选择行为会产生过度投资和投资不足,而债务融资能够缓解这两种行为对企业带来的负面影响。债务融资比例的提高会加强债权人对企业的监督和控制,在公司资不抵债时债权人有权要求其进行破产清算,那么经理人的货币性收益和市场上的声望和名誉都会受到负面影响,经理人员会极力避免这种情况的发生(Grossman & Hart, 1980; Fama, 1990),相对于股利政策承诺的弹性,债务则更加具备法律的约束力。此外,在经理人员的持股数和公司总融资额不变的情况下,债务融资比例的提高意味着外部股权融资的减少,那么经理人员持股比例就相应提高,同时也增加了经理人员剩余索取权的比例,使得其利益与股东利益趋于一致,经理人员必将权衡短期与长期利益,降低自由现金流的代理成本(Aghion & Bolton, 1992)。因此,我们认为债务融资可以约束经理人员的代理行为,激励其努力工作,减少个人享受,缓解管理者与股东之间的利益冲突。故作出以下假设:

假设1:负债融资比例的提高可以抑制经理人的过度投资和在职消费行为,降低委托代理成本。即债务比例与过度投资及在职消费负相关。

进一步考虑债务来源与债务期限对代理成本的影响。企业负债一般由银行借款、商业信用和企业债券构成,由于目前企业债券在我国上市公司中所

占比例较小,因此我们只考虑银行借款与商业信用对代理成本的影响。商业信用是企业在经营过程中自然形成的债务,每笔交易额较小并且债权人相对分散,不需要支付利息并且几乎没有限制,这些特点导致了商业信用的债权人对企业的约束能力有限;而银行借款有严格的审批手续和诸多的保护性条款,发生金额大且有固定的利息支付,可以有效地对债务人进行约束(石晓军,张顺明,2010)。因此相对于商业信用而言,银行借款对债权人的约束力更大。

债务期限结构一般由短期债务与长期债务构成,偿还期在一年以下的为短期债务,一年以上的为长期债务。相对于长期债券,短期债务在处理委托代理的问题上更加具有优势,一方面短期债务可以迫使经理人员吐出资金,经常性地减少自由现金流,防止经理人员利用这些资金从事非盈利“企业帝国”的建造,另一方面,短期债务会加剧企业财务危机的可能性,这将激励经理人员做出更加符合企业利益的决定,提高资金的使用效率。Barnea et al. (1981)认为与长期债务相比,短期债务的价格对企业资产风险变动相对不敏感,所以适当地降低债务期限或者选择短期债务能够有效地抑制股东的资产替代行为。Guedes & Opler(1996)的实证研究发现,高信用级别的企业会发行更多的短期债务,以期达到更好的公司治理水平。考虑中国的特殊背景,长期负债在总负债中的比例较小,大多是银行借款,而由于中国的破产机制不健全,更加导致了其约束力的有限性,而短期借款到期日短,会产生再融资的约束困境,因此对代理成本的约束力更强。综上,做出以下两个假设:

假设2a:银行借款对代理成本的控制效应比商业信用更大。

假设2b:短期借款对代理成本的控制效应比长期借款更大。

债务的公司治理效应应该是动态的、关联的,会受到诸多中介因素的影响,接着考察不同因素对债务公司治理效应的影响。不同成长性公司的资本结构和现金流是有差异的,高成长性的公司具备良好的预期收益,并且这些投资机会是潜在的,所以外部债权人缺乏充分的信息实施监督,高成长性企业通

常倾向于采用比较保守的财务杠杆政策,负债比例较低(Myers & Turnbull, 1977),同时高成长性的企业也不会拥有过多的现金流;相对而言,低成长性的企业往往处于成熟期,经营稳健,存有大量的现金流,产生代理成本的可能性更大,债务融资更容易发挥公司治理效应,Lang et al. (1996)的研究也表明,在低成长性的企业中,负债具有约束过度投资的作用。

产权理论认为私有产权人由于享有剩余索取权,私有企业比传统的国营企业更有效率。我国大部分的上市公司都由国有企业改制而来,国有股比例占据优势地位,此外国有银行虽然历经产权改革,但是其仍未能完全以独立的金融媒介身份与企业建立联系,银行与企业之间的联系在很大程度上仍受到政府的干预(童盼,陆正飞, 2005),因此就出现了国有控股公司的“预算软约束”,政府不仅会要求银行放弃债务融资对企业的硬性惩罚,反而会变本加厉继续向公司贷款,以维持正常经营活动(田利辉, 2005),这种制度上的惯性可能会带来恶性循环。政府的这种“父爱效应”(谢德仁,陈运森, 2009)一方面会使得经理人员无需关心企业的经营管理和绩效,滋长其惰性并加剧腐败的产生,另一方面也会影响银行业贷款的正常程序,破坏游戏规则。从而降低了债务融资的公司治理效应。

国有股一股独大的格局在很多企业存在,“掏空行为”屡见不鲜,大股东频繁利用手中权力对中小股东进行侵害。为了防止该种行为侵害公司利益,很多公司会提高其他股东的持股比例,使得任何一个大股东都无法单独控制企业的决策,以达到大股东互相监督的模式,也即所谓的股权制衡。有效的股权制衡可以抑制大股东的掏空行为,但是这种功能与债务的抑制作用是互为替代的关系,也即股权制衡程度较低时,大股东的掏空行为比较严重,那么债务能够发挥抑制作用的空间就较大,债务的公司治理效用就相对较高;而当股权制衡程度较高时,债务能够发挥的空间可能相对就较小。也就是说股权制衡的程度可能会抵消一部分债务的公司治理效应。综上,我们做出以下三个假设:

假设 3a:低成长性企业债务的公司治理效应更强。

假设 3b:国有股比例低企业债务的公司治理效应更强。

假设 3c:股权制衡度低企业债务的公司治理效应更强。

三、研究设计

(一)变量选取

1. 债务融资的确认

本文需要综合考虑总债务水平、长期和短期负债水平、银行借款和商业信用的公司治理的效应。首先选取资产负债率(DEBT)作为衡量总债务水平的指标,可以直接观察出公司财务状况,接着选取短期负债率(STD)、长期负债率(LTD)、银行借款比率(BLR)、商业信用比率(CCR)用以考察不同债务期限和债务来源对于公司治理效应的影响。

2. 过度投资(OI)的确认

过度投资为公司实际新增投资支出超出预期投资支出的部分,本文借鉴 Richardson (2006) 的模型对其进行确认,该模型选择在会计框架内确认过度投资,Richardson 认为总投资由保值投资与新增投资组成,其中保值投资为上期折旧与摊销,新增投资分为预期投资和非预期投资。总投资反映为当期“构建固定资产、无形资产和其他长期资产所支付的现金”、“权益性投资所支付的现金”和“债券性投资所支付的现金”三者之和与上期资产总额的比值,保值投资反映为上期“固定资产折旧”和“无形资产摊销”两者之和与上期总资产的比值。模型(1)中的因变量 $I_{new,i,t}$ 即为 i 公司在 t 年的新增投资,数值上即为:总投资 - 保值投资。残差代表为非预期投资,即非效率投资,若 ε 大于零,说明投资过度,若 ε 小于零,说明投资不足。

$$I_{new,i,t} = \alpha + \beta_1 TobinQ_{i,t-1} + \beta_2 DEBT_{i,t-1} + \beta_3 Return_{i,t-1} + \beta_4 Cash_{i,t-1} + \beta_5 Size_{i,t-1} + \beta_6 Age_{i,t-1} + \beta_7 I_{new,i,t-1} + \sum Year + \sum Industry + \sum_{i,t} \quad (1)$$

3. 在职消费(NPC)的确认

在职消费指公司的经理人员,尤其是国有企业经理人员,获取除工资报酬外的额外收益。本文选择在职消费的绝对数与主营业务收入的比值(NPC)来衡量高管人员的在职消费水平,但是尚未有明确的指标来衡量在职消费绝对数。本文借鉴陈冬华等

(2005) 的研究,结合会计信息披露的实际情况,将与经理人员在职消费有关的、报表数据容易取得的费用项目按照金额大小、内容属性进行了合并和整理,包括八类:办公费、差旅费、业务招待费、通讯费、出国培训费、董事会费、小车费和会议费。这八类涉及经理人员在职消费的项目可在年报“支付的与其他经营活动有关的现金”中获得。在这八类中,若企业年报中有任何一项没有披露则删除样本。

4. 成长性(EG) 的确认

公司成长性,是公司通过自身的生产经营活动,不断扩大积累而形成的发展潜能。本文借鉴《新财富》100 最具成长性上市公司的多因素合成单一评价指标对公司的成长性进行评价。通过对上市公司过去的盈利能力(总资产回报率)、股东的再投资倾向(股利支付率)和公司所有或控制的资本结构(有息负债率)等多个指标,经过计算合成最终的指标:公司基本成长率(EG)。EG = (1 - b) * [ROA + (D/E) * (ROA - i)]。其中 b 为股利支付率,ROA 为总资产回报率,D/E 为有息负债率,即有息负债与所有者权益的比例,i 为短期贷款年利息率。

表 1 变量定义

变量符号	变量定义
DEBT	资产负债率,负债总额与资产总额的比率
BLR	银行借款 / 总资产
CCR	商业信用 / 总资产
STD	短期负债总额 / 总资产
LTD	长期负债总额 / 总资产
NPC	办公费、差旅费等八项费用之和
OI	过度投资,反映为模型(1) 中的正残差值
I _{new}	(本期总投资 - 本期保值投资) / 上期总资产
TobinQ	(年末流通市值 + 非流通股股份占净资产金额 + 长期负债合计 + 短期负债合计) / 总资产
Return	公司的股票收益率
Cash	年末的现金持有量 / 上期总资产
Size	反映公司规模,用总资产对数表示
Age	公司从上市开始到目前的经营年数
EG	企业的成长性的定性变量,样本的 30% 以下设为 0,样本的 70% 以上为 1
SOSP	国有股比率的定性变量,样本的 30% 以下设为 0,样本的 70% 以上为 1
EB	第二大到第十大股东比例之和,样本的 30% 以下设为 0,样本的 70% 以上为 1
Year	年度虚拟变量
Industry	行业虚拟变量

(二) 模型构建

为了检验债务融资与公司治理效应之间的关系,本文首先构建模型(2) 进行检验,模型中的因变量为在职消费(NPC) 与过度投资(OI),其中过度投资为模型(1) 中的正残差,同时还选取了企业规模作为控制变量。根据假设,若债务融资具有控制代理成本的效应,那么无论因变量是在职消费还是过度投资,β₁ 都应该显著为负,为了全面考察债务融资与公司治理效应之间的关系,选取了资产负债率的平方项纳入模型中,若 β₂ 显著为正,说明债务融资与被解释变量呈 U 型曲线关系。

$$NPC/OI = \alpha + \beta_1 DEBT + \beta_2 DEBT^2 + \beta_3 Size + \sum Year + \sum Industry + \varepsilon \tag{2}$$

为了考察不同来源和期限的债务融资公司治理效用的异同,本文构建模型(3)、(4) 做进一步考察。其中过度投资(OI) 都为模型(1) 中的正残差。根据假设,预计模型(3) 和(4) 中的 β₁ 都应该显著为负,而 β₂ 则不显著。

$$NPC/OI = \alpha + \beta_1 BLR + \beta_2 CCR + \beta_3 Size + \sum Year + \sum Industry + \varepsilon \tag{3}$$

$$NPC/OI = \alpha + \beta_1 STD + \beta_2 LTD + \beta_3 Size + \sum Year + \sum Industry + \varepsilon \tag{4}$$

接着构建模型(5)、(6)、(7) 以考察公司治理结构中的不同因素对债务的公司治理效应的影响。在这三个模型中分别以企业成长性(EG)、国有股比例(SOSP)、股权制衡程度(EB) 与(DEBT) 的交互项作为解释变量。其中,若模型(2) 中 β₁ 的系数显著、β₂ 不显著,则(DEBT) 为 DEBT 的一次项;若 β₂ 的系数显著、β₁ 不显著,则(DEBT) 为 DEBT 的二次项。

$$NPC/OI = \alpha + \beta_1 (DEBT) + \beta_2 (DEBT) (EG/SOSP/EB) + \beta_5 Size + \sum Year + \sum Industry + \varepsilon \tag{5}(6)(7)$$

(三) 样本与数据来源

本文选取 2001 - 2010 年沪深两市的 A 股企业作为研究样本进行分析。由于我们需要使用前一期的数据来反映部分指标值的变化情况,因此数据的实际选取年度为 2000 - 2010 年。在选取样本中,由于金融企业的特殊性,样本选取过程中剔除了金融和保

险类企业,同时剔除财务数据不齐全和数据收集欠缺的企业。为了控制极端值的影响,我们对连续变量1%以下和99%以上的分位数进行了缩尾处理(Winsorize)。此外,通过计算,仅保留会计稳健性指标值(C - Score)在第一档和第五档的公司。最终选取样本总数7402个。样本数据主要来自CCER数据库和手工收集的部分上市公司2001 - 2010年的年报。

四、实证检验与分析

(一) 非效率投资的检验

首先用模型(1)检验非效率投资,筛选出过度投资企业,回归结果见表2,最终在7402个样本中过度投资的样本数为2575个,投资不足的样本数为4827个。从非效率投资的企业性质对比中,国有企业中投资过度的样本数为742个,占到国有企业总样本的41.97%,非国有企业中投资过度的样本数为1833个,占32.53%,说明国有企业更有可能出现过度投资,而非国有企业出现投资不足的可能性更大。

表 2 模型(1) 回归结果

变量	回归系数
cons	- 0.0477 (- 3.42) ***
TobinQ	- 0.0006 (- 1.40)
DEBT	- 0.0022 (- 1.64)
Return	0.0172 (11.33) ***
Cash	- 0.0329 (- 5.14) ***
Size	0.0041 (6.35) ***
I _{new-1}	0.4664 (39.05) ***
年份	控制
行业	控制
Adjusted R ²	0.2196
F	348.08
N	7402

注: *、**、*** 分别表示在10%、5%和1%的水平上显著,括号内为T值。下同。

表 3 非效率投资对比

	国有企业	非国有企业	总计
投资过度	742	1833	2575
投资不足	1026	3801	4827
总计	1768	5634	7402

(二) 描述性统计分析

对模型(1)筛选出的过度投资样本进行描述性统计分析,结果如表4。从表中可以看到,企业资产

负债率的平均值为56.25%,有53个样本的资产负债率大于1,企业存在资不抵债。从不同期限的债务融资看,企业的大部分融资由短期负债构成,均值占到总资产的42.10%,而长期负债的比例则较小,仅占总资产的8.98%;从不同来源的债务融资看,银行借款的占到总资产的25.59%,略高于商业信用的13.87%。国有股比例的均值为25.84%,第二大到第十大股东持股比例之和的均值为18.27%,企业成长性的均值为0.3658,总资产对数的均值为21.54。

表 4 过度投资样本的描述性统计分析

变量	最大值	最小值	均值	中位数	标准差
DEBT	18.9398	0.0331	0.5625	0.4967	0.8206
BLR	6.6245	0.0000	0.2559	0.2339	0.2592
CCR	3.4213	0.0000	0.1387	0.1109	0.1249
STD	11.9726	0.0083	0.4210	0.3691	0.4906
LTD	1.8159	0.0000	0.0898	0.0442	0.1241
EG	9.3778	- 21.2881	0.3658	0.4507	1.5359
SOSP	86.2863	0.0000	25.8391	22.3389	25.7226
EB	61.4443	0.3904	18.2697	16.1137	12.9439
Size	28.1356	16.3402	21.5426	21.3726	1.2734

(三) Pearson 相关性检验

接着本文对检验模型中主要变量进行Pearson相关性检验,研究变量之间的相关性。检验结果如表5所示。从表中看出,TobinQ、国有股比例、第二大到第十大股东比例之和、企业规模与在职消费和过度投资正相关;资产负债率、企业成长性与在职消费和过度投资负相关。并且,大部分解释变量之间的相关性都不显著,说明解释变量之间不存在多重共线性,因此可以将其共同放入回归模型中进行检验。

表 5 Pearson 相关性检验

	NPC	OI	TobinQ	DEBT	EG	SOSP	EB	Size
NPC	1							
OI	- 0.025	1						
TobinQ	0.025	0.071 *	1					
DEBT	- 0.046 *	- 0.069 *	0.012	1				
EG	- 0.057 *	- 0.024	0.047 *	0.007	1			
SOSP	0.085 **	0.044 *	0.019	0.016	- 0.041 *	1		
EB	0.013	0.008	- 0.009	0.011	0.002	- 0.065 **	1	
Size	0.043 *	0.055 *	0.033 *	0.020	- 0.026	0.025	- 0.014	1

注: *和** 分别表示在5%和1%的水平上显著。

(四) 回归结果分析

利用模型(1) 筛选出的过度投资样本检验模型(2),结果见表 6。从表中可以看到,回归结果根据被解释变量的不同而有所差异。仅考虑 DEBT 的一次项,在职消费与其呈显著的正相关关系,而引入 DEBT 的二次项后,这种与 DEBT 的一次项正相关关系变得不显著,而与 DEBT 的二次项关系显著为负,说明在职消费与资产负债率呈倒 U 型曲线关系。分析原因,由于在职消费给经理人员带来的收益是可以迅速实现、立竿见影的,所以即便是负债融资,这种由还本付息带来的硬性约束仍然不足以抑制经理人员利用在职消费最大化自身利益的倾向,但当企

业的负债水平达到一定程度,企业会遭遇资不抵债的威胁,这时经理人员需要有所作为,以防止由于经营不善而损害企业发展和自身声誉。反观过度投资,在两个模型中,其都与 DEBT 的一次项呈负相关关系,且通过 5% 的显著性检验,与 DEBT 二次项的关系不显著,说明债务融资与过度投资呈现简单的线性关系,可能是因为经理人员通过过度投资建造“企业帝国”而给自身带来的收益在短期内无法实现,需要经历一个长期的过程,权衡长期与短期利益之后,经理人员会自觉规范自身行为并提高投资效率,债务融资起到了显著的约束过度投资的作用。

表 6 模型(2) 回归结果				
变量	NPC	NPC	OI	OI
cons	0.2347(12.78)***	0.2299(12.58)***	0.0417(2.82)**	0.0440(3.58)**
DEBT	0.0088(6.73)***	0.0013(4.65)*	-0.0021(-3.29)**	-0.0099(-2.49)**
DEBT ²		-0.0251(-7.93)***		0.0004(1.15)
Size	-0.0096(-11.34)***	-0.0097(-11.57)***	0.0007(0.69)	0.0008(0.75)
年份	控制	控制	控制	控制
行业	控制	控制	控制	控制
Adjusted R ²	0.0745	0.0855	0.0565	0.0314
F	104.57	81.18	44.31	29.13
N	2575	2575	2575	2575

注: *、** 和 *** 分别表示在 10%、5% 和 1% 的水平上显著。

进一步考察不同的债务构成对控制代理成本的影响,由于在职消费与债务融资呈 U 型曲线关系,因此仅使用过度投资作为被解释变量检验模型(3)、(4),回归结果见表 7。从债券的来源看,CCR 与过度投资的相关系数为 -0.0727,并在 1% 的水平下显著,BLR 的系数虽然为负,但没有通过显著性检验,说明相对于银行借款,商业信用抑制过度投资的作用更加明显,假设 2a 不成立。在我国银行借款规模大的上市公司中,国有控股公司占据大多数,同时由于大多数银行与国有控股上市公司的政府同源性特征,政企不分的现象比较普遍,银行借款的硬性约束很难在现实中得以实现,因此很难对经理人员的投资行为起到应有的约束作用;商业信用一般严格地服从于市场机制,符合市场运作规律,对过度投资有较强的约束作用。从债券期限来看,STD 与过度投资呈负相关关系,并在 1% 水平下显著,而 LTD 没有通过显著性检验,说明短期借款对过度投资的抑制效果更加明显,假设

2b 成立。上市企业中的短期借款比例大、到期日短,短期借款的还本付息造成了现金流的减少,给企业带来了再融资的约束困境,具有硬性约束;而长期借款的比例小,加上我国破产机制的不健全使得其难以发挥有效的作用,因此企业可以通过缩短负债期限来制造流动性压力和再融资困境以更好地提高投资效率,进而保护债权人的利益(Myers, 1977)。

进一步考察公司的不同因素对于债务的公司治理效应的影响。通过模型(2) 的回归,资产负债率仅与在职消费呈 U 型曲线关系,因此在以 NPC 为被解释变量的模型(5)、(6)、(7) 中(DEBT) 为资产负债率的二次项,而当被解释变量为 OI 时,(DEBT) 为一次项。此外,企业成长性(EG)、国有股比例(SOSP)和股权制衡度(EB) 只选取了样本 30% 以下和 70% 以上的变量作为控制变量,因此样本数为 1545 个。具体回归结果见表 8。从在职消费(NPC) 看,三个模型中 NPC 都与 DEBT 平方项呈负相关关系,并且都通过

表 7 模型(3)、(4) 回归结果

变量	OI	OI
cons	0.0376(1.69) *	0.1376(5.70) ***
BLR	- 0.0003(- 0.04)	
CCR	- 0.0727(- 6.96) ***	
STD		- 0.0155(- 5.60) ***
LTD		- 0.0002(- 0.03)
Size	0.0013(1.15)	- 0.0039(- 3.53)
年份	控制	控制
行业	控制	控制
Adjusted R ²	0.0223	0.0414
F	24.20	41.04
N	2575	2575

注：*、** 和 *** 分别表示在 10%、5% 和 1% 的水平上显著。

1% 的显著性检验,再次证明了资产负债率与在职消费呈倒 U 型曲线关系,而在交互项中,仅有企业成长性(EG) 的交互项通过了 10% 的显著性检验,EG 的存在使得 U 型曲线变得平缓,所以在 DEBT 相同的情况下,NPC 随着 EG 值的增大而增大,即是说成长性高的企业中经理人员的在职消费水平也高,债务的治理效应被弱化,成长性高的企业投资机会充裕,与债权

人的信息不对称程度高,并且债务比例较低,难以发挥有效的治理作用,证明了假设 3a。从过度投资(OI) 看,三个模型中 OI 都与 DEBT 一次项呈负相关关系,且分别通过 10%、5% 和 1% 的显著性检验,在交互项中,EG 的交互项系数为 0.0227,且在 1% 水平下显著,说明高企业成长性对于债务抑制过度投资的作用具有负面影响,低成长性企业一般处于成熟期,现金流充裕,更有利于债务发挥控制代理成本的作用,再次证明了假设 3a;SOSP 交互项的系数为 0.0064,通过 10% 的显著性检验,说明国有股比例越高,债务抑制过度投资的作用越弱,假设 3b 成立,说明我国国有企业的债务约束软化,国有企业的政企不分与政府的过分干预导致了经理人员强烈的依赖性,他们更多关注的可能只是自身利益最大化与职位升迁,忽略了企业的经营管理;EB 交互项的系数为 0.0198,且通过 1% 的显著性检验,股权制衡有抵消债务抑制过度投资的作用,假设 3c 成立,股权制衡与债务的治理效应具有替代作用,只有当股权制衡度低、其他股东的监督不明显时,债务融资才会发挥其有效的控制代理成本的作用。

表 8 模型(5)、(6)、(7) 回归结果

变量	NPC	OI	NPC	OI	NPC	OI
cons	0.2484 (12.85) **	0.0168 (1.24) *	0.1614 (9.46) ***	0.0591 (1.99) *	0.2187 (12.82) ***	0.1247 (2.84) ***
(DEBT)	-0.0146 (- 8.74) ***	-0.0034 (- 1.89) **	-0.0096 (- 4.31) ***	-0.0135 (- 2.41) **	-0.0122 (- 2.43) ***	-0.0177 (- 3.86) ***
(DEBT) * EG	0.0113 (1.93) *	0.0227 (3.69) ***				
(DEBT) * SOSP			0.0013 (0.15)	0.0064 (1.98) *		
(DEBT) * EB					0.0009 (0.06)	0.0198 (3.27) ***
Size	-0.0101 (- 11.42) ***	-0.0121 (- 1.93) *	-0.0087 (9.35) ***	-0.0006 (- 0.71)	-0.0087 (- 11.07) ***	-0.0093 (4.35) ***
年份	控制	控制	控制	控制	控制	控制
行业	控制	控制	控制	控制	控制	控制
Adjusted R ²	0.1636	0.0402	0.0913	0.0248	0.1900	0.0988
F	101.30	26.28	52.64	14.25	121.49	39.34
N	1545	1545	1545	1545	1545	1545

注：*、** 和 *** 分别表示在 10%、5% 和 1% 的水平上显著。

五、结论与讨论

通过本文研究发现:(1) 债务融资与在职消费呈倒 U 型曲线关系,债务融资与过度投资呈负相关关系,(2) 商业信用与短期借款在控制代理成本方

面发挥了更有效的作用。(3) 低企业成长性对于抑制过度投资与在职消费都起到了显著的作用,国有股比例低和股权制衡度低的企业更有利于债务发挥抑制过度投资的作用,但对于在职消费的控制作用

不明显。

本文的研究对控制代理成本,完善公司治理结构可能有以下启示:(1)适当增加债务融资比例,充分发挥债务融资的代理成本控制与公司治理效应。(2)提高债务构成中短期债务与商业信用的比例,更好地控制公司现金流水平,降低代理成本。(3)国有企业的大量存在导致了市场配置的失灵,有必要首先在适当的行业尝试通过“国有股私有化”的形式减持国有股,一方面可以增加居民财富,一方面也可以提高债务治理效应、提高企业绩效和竞争力。(4)根据企业不同的成长时期选择不同的债务融资水平,高成长性的企业现金流持有量少,可以适当降低债务融资水平,而低企业成长性企业多处于成熟期,拥有丰富现金流,需要提高债务融资水平以抑制现金流的代理成本。(5)虽然股权制衡程度与债务融资在发挥公司治理效用方面有相互替代作用,但仍需完善股权制衡比例,防止出现大股东掏空现象;同时需增加经理人员持股比例,实现激励相容。

参考文献:

- [1] Aghion P., Bolton R. An Incomplete Contract Approach to Financial contracting [J]. Review of Economic Studies, 1992, 59(3): 473 - 494.
- [2] Fama E. F. Stock Returns, Expected Returns, and Real Activity [J]. Journal of Finance, 1990, 45(4): 1089 - 1108.
- [3] Frank M., Goyal V. Testing the Pecking Order Theory of Capital Structure [J]. Journal of Financial Economics, 2003, 67(2): 217 - 248.
- [4] Grossman, S. J., Hart, O. Disclosure Laws and Takeover Bids [J]. Journal of Finance, 1980, 35(2): 323 - 334.
- [5] Guedes Jose., Opler T. The Determinants of Maturity of Corporate Debt Issues [J]. Journal of Finance, 1996, 51(5): 1809 - 1833.
- [6] Harris M., Raviv A. Corporate Governance: Voting Right and Majority Rules [J]. Journal of Financial Economics, 1988, 20(1): 203 - 235.
- [7] Harvey S., Shrieves R. E. Executive Compensation Structure and Corporate Governance Choice [J]. Working Paper, 2000, The University of Tennessee.
- [8] Jensen M. C. Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers [J]. American Economic Review,

1986, 76(2): 323 - 329.

[9] John K., Senbet L. W. Corporate Governance and Board Effectiveness [J]. Journal of Banking and Finance, 1998, 22(4): 371 - 403.

[10] Mark K., Clifford F. T. A Test of Stulz's Overinvestment Hypothesis [J]. Financial Review, 1995, 30(3): 387 - 398.

[11] Myers M., Majluf N. Corporate Finance and Investment Decisions when Firms Have Information that Investors Do Not Have [J]. Journal of Financial Economics, 1984, 13(2): 187 - 221.

[12] Richardson, S. Over - investment of Free Cash Flow [J]. Review of Accounting Studies, 2006, (11): 159 - 189.

[13] Strong J. S., Meyer J. R. An Analysis of Shareholder Rights Plans [J]. Managerial and Decision Economics, 1990, 11(2): 73 - 86.

[14] Stulz R. Managerial Discretion and Optimal Financing Choices [J]. Journal of Finance Economics, 1990, 26(2): 3 - 28.

[15] Westphalen M. S. Valuation of Sovereign Debt with Strategic Defaulting and Rescheduling [J]. 2002, SSRN, Working Paper.

[16] 于东智. 股权结构、治理效率与公司绩效[J]. 中国工业经济, 2001, (05): 54 - 62.

[17] 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, (05): 75 - 84, 126.

[18] 田利辉. 制度变迁、银企关系和扭曲的杠杆治理[J]. 经济学(季刊), 2005, (10): 119 - 134.

[19] 罗宏, 黄文华. 国企分红、在职消费与公司业绩[J]. 管理世界, 2008, (09): 139 - 148.

[20] 谢德仁, 陈运森. 金融生态环境、产权性质与负债的治理效应[J]. 经济研究, 2009, (05): 118 - 129.

[21] 石晓军, 张顺明. 经济周期中商业信用与银行借款替代行为研究[J]. 管理科学学报, 2010, (12): 10 - 22.

[22] 应惟伟. 现金持有量的现金流敏感性实证研究[J]. 投资研究, 2011, (07): 153 - 156.

[23] 孔东民, 冯曦. 现金持有量的现金流敏感性实证研究[J]. 投资研究, 2012, (06): 29 - 44.

(责任编辑: 刘 军)