

doi:10.13582/j.cnki.1672-7835.2014.02.016

■ 经济研究

公司债券对上市公司非效率投资的影响^①

李 慧^{1,2}

(1. 中央财经大学 会计学院, 北京 100081; 2. 广西财经学院 会计与审计学院, 广西 南宁 530003)

摘要:公司债券融资逐渐成为上市公司外部债务融资的重要渠道,借鉴 Richardson 的投资模型,以沪深两市非金融类上市公司 2007~2011 年的数据为样本,实证考察公司债券融资对上市公司非效率投资的影响。结果显示:我国上市公司非效率投资现象普遍存在。公司债券融资对上市公司“股东—债权人”冲突的加剧作用大于对“股东—管理者”冲突的缓解作用,从而加剧了上市公司的过度投资行为;同时公司债券融资改善了上市公司的外部融资环境,缓解了其投资不足。

关键词:公司债券;过度投资;投资不足;自由现金流量

中图分类号:F832 文献标志码:A 文章编号:1672-7835(2014)02-0094-08

The Influence of Corporate Bonds over the Listed Companies' Ineffective Investment

LI Hui

(School of Accounting, Central University of Finance and Economics, Beijing 100081, China;

School of Accounting and Auditing, Guangxi University of Finance and Economics, Nanning 530003, China)

Abstract: Corporate bond financing has become an importantly external debt financing channel of the Chinese listed companies. This paper draws Richardson's investment model, and uses the data of the listed companies from 2007 to 2011 as samples to examine the influences of corporate bonds over the listed companies' ineffective investment. Results show that the ineffective investment in the Chinese listed companies is widespread. Corporate bond financing has brought more impacts on “shareholders - creditors” conflicts than on those of “shareholders - manager”. Thus, it has exacerbated the over - investment behavior of the listed companies, while the corporate bond financing has improved the external financing environment to ease the underinvestment of the listed companies.

Key words: corporate bonds; overinvestment; underinvestment; free cash flow

投资和融资作为企业的两项基本财务活动存在着紧密的联系,融资对投资行为的影响历来是财务理论研究的热点。其中,作为企业重要融资渠道之一的债务融资对投资行为的影响主要体现在 2 个方面:一是债务融资会引起股东/管理者与债权人的利益冲突——假设股东与管理者利益一致,股东/管理

① 收稿日期:2013-04-16

作者简介:李 慧(1979-),女,山东泰安人,博士生,讲师,主要从事会计理论与实务研究。

者会选择能够增加股东财富但损害债权人利益的投资项目引起过度投资或者会拒绝可能增加债权人利益但会损害股东财富的投资项目引起投资不足;二是债务融资可以缓解股东与管理者的代理冲突——债务融资固定的还本付息压力和企业破产威胁能够抑制管理者投资于虽能扩大企业规模但不一定具有盈利性的项目的冲动,从而可以减少企业的过度投资。

过度投资和投资不足都属于企业的非效率投资行为。大量的实证证据^[1-7]表明:由于“股东—债权人”、“股东—管理者”的代理冲突及信息不对称的存在,我国上市公司也普遍存在着非效率投资行为,债务融资对过度投资具有一定抑制作用、对投资不足的作用则探讨较少。由于历史原因,我国曾一度对企业发行债券实行严格的管制,因而已有的债务融资对非效率投资影响的研究成果基本都建立在银行借款、商业信用等的基础上,未考虑债券融资,2007年^①以后,公司债券成为上市公司债务融资的另一重要渠道,那么,与银行借款等债务具有不同治理功能的公司债券会对上市公司的非效率投资带来什么样的影响呢?本文将对此进行理论分析和实证检验。

一 理论分析与研究假设

(一)公司债券对过度投资的影响

Jensen&Meckling^[8]基于委托代理理论认为:由于“股东—债权人”利益冲突的存在,在企业负债比例较高时,股东/管理者更倾向于投资那些成功机会甚微但收益颇丰的项目,引发企业的资产替代行为,具体表现为企业的过度投资。Jensen^[9]基于自由现金流假说又提出:“股东—管理者”代理冲突会导致管理者将企业的自由现金流投资于某些净现值为负但能给其自身带来利益的项目,这也会引起企业的过度投资行为。Stulz^[10]亦发现管理者有激励去投资净现值为负但能使管理者掌握更多在职消费资源的项目。我国的许多文献也表明企业持有的自由现金流越多,其过度投资行为越严重。如:杨华军与胡奕明^[11]的研究显示我国上市公司显著存在自由现金流的过度投资行为,而地方政府的控制和干预活动又显著加剧了自由现金流的过度投资。俞红海等^[12]的研究表明,自由现金流的高低对过度投资有正向影响,现金流水平的提高和公司外部治理环境的完善都可以有效抑制过度投资。杨兴全等^[13]的研究也表明公司超额持有现金会导致过度投资行为,而公司治理环境的改进有利于抑制公司超额持有现金导致的过度投资行为^[14]。

公司债券的发行使得上市公司的债权人由原来的银行、供应商等扩大到更多的公众投资者,“股东—债权人”的利益冲突仍在,从这个角度讲过度投资不会受到实质影响;但公司债券的发行金额一般较大(样本公司的公司债发行额度均值为13.73亿元,中值为10亿元),可以为上市公司带来更多的自由现金流,根据“自由现金流假说”,这将为管理者建造“企业帝国”、扩大公司规模提供条件,从而会加剧公司的过度投资行为。

Jensen^[8]同时指出,负债可以抑制管理者的过度投资行为,这主要基于以下原因:一是负债本息的固定偿还机制会减少管理者可支配自由现金流;二是债权人会对管理者做出更多监控;三是到期不能偿还债务的破产机制可能会使管理者失去对企业的控制权。国外和国内的众多实证研究结果^[3-7,15-17]都支持了这一结论。同时,我国学者从负债的来源结构角度检验负债对过度投资的控制作用时发现:在我国,银行借款并不能抑制企业的过度投资行为。这主要是因为我国商业银行大多是国有或国有控股,在经营过程中要承担一定的政治目标,一方面会因在借款发放、确定借款利率、对借款的监督和收回中受到政府的行政干预、无法完全遵循市场化原则,而导致银行作为债权人对上市公司管理者投资行为的约

① 证监会2007年发布《公司债券发行试点办法》,公司债券融资从而得到迅速发展。

束作用难以得到有效发挥;另一方面,当企业出现违反债务契约的情况时也会因与银行的再谈判难度较低而减弱银行的约束作用^[4,6,18]。而我国上市公司在发行公司债券时采用货币市场基准利率为基准进行市场化定价,市场化程度较高;由债券受托管理人代理分散的债券持有人行使相关监督约束权力,债权人的约束作用得到保障;债权人较为分散也使得债务人违约时难以通过重新谈判来避免清算。因此,公司债券相对银行借款来说具有“硬约束”的优势,更能充分发挥负债抑制管理者过度投资行为的相机治理作用。

可见,公司债券对上市公司过度投资的作用表现为2个相反的方向:一方面,公司债券的发行会给公司带来更多自由现金流而导致过度投资现象更加严重;另一方面,公司债券却因其“硬约束”的优势可以缓解“股东—管理者”冲突而抑制过度投资,最终的影响方向决定于哪种影响的作用力更大。因此对此问题提出以下竞争性假设:

H1a:公司债券融资会加剧上市公司的过度投资现象;

H1b:公司债券融资可以抑制上市公司的过度投资行为。

(二) 债券融资对投资不足的影响

Myers^[19]提出了“股东—债权人”冲突带来的另外一种非效率投资现象:假设管理者与股东的利益一致,“股东—债权人”冲突会使得股东/管理者否决那些净现值为正但预期收益大部分属于债权人的投资,造成企业投资不足。Myers&Majluf^[20]通过分析进一步指出:企业外部资金提供者因信息不对称会要求企业支付风险溢价,使得企业对外融资的成本上升,从而导致企业在内部现金流不足时会面临“融资约束”导致的投资不足。Stiglitz&Weiss^[21]通过分析得出结论:信息不对称会导致借款方不能以市场利率甚至是高于市场利率的利率在信贷市场上筹集到其投资所需全部资金,从而在投资时会受到“融资约束”的影响导致投资不足。国内研究也对上市公司的投资不足问题进行了理论研究和实证检验:欧阳凌等^[22]通过分析发现,股权分置的制度安排和信息不对称加剧了企业投资不足的范围和程度;张功富等^[23]的研究表明,上市公司的投资不足是由于信息不对称所致的融资约束造成的。徐晓东等^[24]研究发现,在企业投资不足的情况下,外部融资缺口越大、信息不对称程度越严重的企业呈现出更为严重的投资不足。可见,外部资金提供者与企业内部之间的信息不对称是造成投资不足的主要原因。

而上市公司要发行公司债券进行融资就必须根据《公开发行公司债券募集说明书》、《银行间债券市场非金融企业债务融资工具信息披露规则》的要求,真实、完整、及时地披露相关信息,这将有利于上市公司提高其信息披露水平,降低企业面临的信息不对称程度;同时,Sengupta^[25]通过研究发现:上市公司为了降低其与投资者之间的信息不对称进而降低其债券融资成本也有动机自愿披露其生产经营信息。所以,欲通过发行债券进行融资的公司不论是出于强制性信息披露还是自愿性信息披露的动机都会通过提高信息披露水平来降低其与外部资金提供者之间的信息不对称程度,从而可以缓解融资约束进而缓解其投资不足问题^[26]。据此提出假设2:

假设2:公司债券融资可以缓解上市公司的投资不足问题。

二 研究设计

(一) 样本选择

本文选取沪深两市2007~2011年共5年所有A股上市公司为初始样本,为保证样本的连续性和数据的完整性,剔除当年IPO的上市公司,剔除流动性约束较为严重的ST和*ST的公司,剔除金融行业上市公司,共取得5567个公司年度样本。为消除极端值的影响,对连续变量进行1%的winsorize处理。本文财务数据来源于CCER数据库,市场交易数据来自于CSMAR数据库、债券发行资料来源于Wind

资讯数据库。本文所用数据分析软件为 Stata11.0。为避免内生性问题,本文采用滞后一期的财务数据,实际的数据年限为 2006~2011 年。

(二) 模型构建及变量定义

本文借鉴 Richardson^[27]、杨华军和胡奕明^[11]、吴超鹏等^[28]等的模型来检验上市公司发行公司债券对自由现金流充裕公司的过度投资和对内部现金流短缺公司的投资不足的影响。其研究步骤为

1. 利用 Richardson^[27]的基本模型计算上市公司的非效率投资。该模型的逻辑:公司的实际投资支出包括保值投资和新增投资 2 部分,其中,保值投资(如折旧与摊销)是为维持公司正常运转的投资;新增投资又由预期投资和非预期投资 2 部分组成,预期投资与公司的成长性、财务杠杆、现金存量、公司规模等因素相关,可根据历史数据建立回归模型得到;非预期投资为回归模型中的残差,等于实际新增投资扣除预期投资的差额。若某公司某年度模型拟合的残差为正,则表明存在过度投资;若残差为负,则表明存在投资不足。非效率投资的计量模型如下所示:

$$\text{invest}_{it} = \alpha + \beta_1 \text{tobinq}_{it-1} + \beta_2 \text{lev}_{it-1} + \beta_3 \text{cash}_{it-1} + \beta_4 \text{age}_{it-1} + \beta_5 \text{size}_{it-1} + \beta_6 \text{ret}_{it-1} + \beta_7 \text{invest}_{it-1} + \sum \text{ind_dum} + \sum \text{year_dum} + u_{it} \quad (\text{模型 1})$$

模型(1)拟合的正残差(OI)表示过度投资,负残差(UI)表示投资不足。上式中,因变量 invest_{it} 为公司 i 第 t 年的新增投资,等于总投资(第 t 年构建固定资产、无形资产和长期资产支付的现金,权益性投资所支付的现金,债权性投资所支付的现金之和除以年初总资产)减去保值投资(当年折旧与各种长期资产的摊销支出之和除以年初总资产);自变量 tobinq_{it-1} 为公司 i 第 t 年年年初的托宾 Q 值, lev_{it-1} 为公司 i 第 t 年年年初的资产负债率, cash_{it-1} 等于公司 i 第 t 年年年初的货币资金持有量除以年初总资产, age_{it-1} 为公司 i 截止到第 $t-1$ 年年末的上市年限, size_{it-1} 为公司规模(等于年初总资产的自然对数), ret_{it-1} 为公司 i 第 $t-1$ 年的股票收益率, ind_dum 和 year_dum 分别为行业和年度哑变量。

2. 引入公司自由现金流量(FCF),参照 Richardson^[27]、杨华军和胡奕明^[28]、吴超鹏等^[26],本文的自由现金流量等于公司上一年的经营活动现金流量净额减去保值投资和预期投资之后的差额。参照 Richardson^[27]、吴超鹏等^[26],通过建立模型(2)考察非效率投资与自由现金流量的关系。模型(2)如下:

$$\text{OI}_{it} = \alpha + \beta_1 \text{fcf}_{it} + \beta_2 \text{controls}_{it-1} + \beta_3 \text{fcf}_{it} * \text{controls}_{it-1} + \sum \text{ind_dum} + \sum \text{year_dum} + u_{it}$$

$$\text{UI}_{it} = \alpha + \beta_1 \text{fcf}_{it} + \beta_2 \text{controls}_{it-1} + \beta_3 \text{fcf}_{it} * \text{controls}_{it-1} + \sum \text{ind_dum} + \sum \text{year_dum} + u_{it} \quad (\text{模型 2})$$

模型(2)中,控制变量 controls 包括实际控制人 contr (当公司的最终控制人为国有背景时取 0,否则取 1)、高管持股比例 manage 、公司成长性 tobinq 和公司规模 size 。

3. 在模型(2)中引入滞后一期的公司债券融资及其与自由现金流的交叉项,以检验公司债券融资对非效率投资行为的影响。

$$\text{OI}_{it} = \alpha + \beta_1 \text{fcf}_{it} + \beta_2 \text{fz}_{it-1} + \beta_3 \text{fcf}_{it} * \text{fz}_{it-1} + \beta_4 \text{controls}_{it-1} + \beta_5 \text{fcf}_{it} * \text{controls}_{it-1} + \sum \text{ind_dum} + \sum \text{year_dum} + u_{it};$$

$$\text{UI}_{it} = \alpha + \beta_1 \text{fcf}_{it} + \beta_2 \text{fz}_{it-1} + \beta_3 \text{fcf}_{it} * \text{fz}_{it-1} + \beta_4 \text{controls}_{it-1} + \beta_5 \text{fcf}_{it} * \text{controls}_{it-1} + \sum \text{ind_dum} + \sum \text{year_dum} + u_{it} \quad (\text{模型 3})$$

模型(3)中, fz 为公司是否通过发行公司债券融资的虚拟变量,若是则取 1,否则取 0。根据假设 1a、假设 1b,公司债券融资对过度投资的影响通过模型(3)第一个回归方程中 β_3 的系数来判断,符号待定;根据假设 2,公司债券融资对投资不足的影响通过模型(3)第二个回归方程中 β_3 的系数来判断,符号预计为负。

在本文的所有回归模型估计中,我们都对模型标准误进行异方差调整和公司观测值自相关调整。

三 实证结果与分析

(一) 非效率投资模型回归结果

表1列示了模型(1)的回归结果,公司成长性、资产负债率、上市年限及上期投资支出都在1%的水平上显著,货币资金在5%的水平上显著;模型整体拟合度为25.62%,解释力度较高,由模型(1)获取非效率投资的数据具有较高的说服力。

表1 预期投资的回归结果

	_cons	tobinq _{it-1}	lev _{it-1}	cash _{it-1}	age _{it-1}	size _{it-1}	ret _{it-1}	invest _{it-1}	Adj-R ²	N
系数	0.009 6	0.008 7***	-0.000 7***	0.000 0**	-0.001 0***	0.001 2	0.004 0	0.457 7***	25.62%	5 567
t 值	(0.22)	(4.29)	(-8.47)	(2.39)	(-2.84)	(0.65)	(1.56)	(18.98)		

注:***、**、* 分别表示在1%、5%、10%水平下显著,括号内数值表示对应系数的t统计量

模型(1)的残差刻画了样本公司的非效率投资情况:残差为正即存在着过度投资,残差为负即存在投资不足。表2列示了其基本统计结果:存在过度投资的观察值为2 225个(占39.97%),存在投资不足的观察值为3 342个(占60.03%),表明样本公司中有半数以上面临着投资不足问题;但表示过度投资程度的样本均值绝对值要大于表示投资不足程度的样本均值的绝对值,表明存在过度投资的公司非效率投资程度更加严重。

表2 模型(1)残差的统计结果

	样本观测家数	比例	均值
过度投资	2 225	39.97%	0.073 853 7
投资不足	3 342	60.03%	-0.049 169 5

(二) 公司债券融资对过度投资影响的实证结果

表3列示了过度投资样本的描述性统计情况。从表3可以看出,在过度投资样本中,自由现金流量的均值和中值均小于0,说明半数以上的样本公司即使不掌握自由现金流也存在着过度投资行为;表3还显示,过度投资样本的资产负债率均值和中值均大于50%,表明存在过度投资的样本公司在生产经营中更多地依赖负债融资。

表3 过度投资样本的描述性统计

变量	均值	标准差	最小值	中值	最大值
OI	0.074 0	0.099 0	0.000	0.041 0	0.697
fcf	-0.041 0	0.124 0	-0.994	-0.030 0	0.956
lev	53.510 0	23.360 0	4.150	53.600 0	172.000
manage	1.204 0	7.855 0	0.000	0.000 0	267.300
tobinq	1.946 0	1.237 0	0.860	1.560 0	8.510
size	21.930 0	1.231 0	18.780	21.820 0	25.350

通过对过度投资样本进行多元回归分析,得到公司债券融资对过度投资影响的回归结果如表4所示。

表4显示,样本公司的过度投资与自由现金流量正相关但不显著,但加入公司债券融资的影响后,公司债券融资与自由现金流的交叉项为正且在1%水平上显著。可见,自由现金流充裕的样本公司更容易进行过度投资,公司债券融资加剧了上市公司的过度投资行为,假设1b得到了支持。这说明公司债券融资带来的自由现金流量的增加对“股东—债权人”之间利益冲突的加剧作用甚于其对公司“股

东—管理者”冲突的缓解作用而导致上市公司的过度投资现象更加严重。

表 4 公司债券对过度投资的影响

	OI	OI
fcf	0.080 1(-0.15)	0.260 7(-0.5)
fz		-0.001 4(-0.16)
fz * fcf		0.290 3***(-4.19)
contr	0.017 9***(-2.77)	0.017 6***(-2.71)
manage	0.000 4(-0.34)	0.000 4(-0.37)
tobinq	0.012 8***(-4.75)	0.012 6***(-4.73)
size	0.001 1(-0.46)	0.001 2(-0.52)
contr * fcf	0.020 4(-0.35)	0.013 3(-0.23)
manage * fcf	0.007 4(-1.28)	0.008 1(-1.39)
tobinq * fcf	-0.019 4*(-1.68)	-0.019 0*(-1.66)
size * fcf	-0.009 8(-0.43)	-0.018 4(-0.80)
ind_dum	控制	控制
year_dum	控制	控制
_cons	-0.009 7(-0.18)	-0.012 8(-0.23)
N	1518	1518
Adj-R ²	11.89%	12.34%

注:***、**、* 分别表示在 1%、5%、10% 水平下显著,括号内数值表示对应系数的 t 统计量

表 4 还显示:样本公司的实际控制人为非国有背景时,其利用自由现金流进行过度投资的现象更加严重,这可能是由于在样本期间,国有背景的上市公司更加注重公司治理结构的不断完善从而对管理者的约束更加严格。表 4 的结果还表明:公司的成长机会更多时,过度投资行为更加严重。

(三)公司债券融资对投资不足的影响

表 5 列示了投资不足样本的描述性统计情况。通过比较表 5 和表 3,投资不足样本的自由现金流量的均值和中值均小于过度投资样本组,现金流量短缺比较严重;投资不足样本的资产负债率均值和中值均小于过度投资样本组,表明存在投资不足的上市公司外部债务融资较少。

表 5 投资不足样本的描述性统计

变量	均值	标准差	最小值	中值	最大值
UI	-0.049 0	0.042 0	-0.387	-0.040 0	0.000
fcf	-0.057 0	0.127 0	-2.629	-0.048 0	0.495
lev	50.810 0	23.540 0	4.150	50.600 0	172.000
manage	1.381 0	5.934 0	0.000	0.000 0	66.190
tobinq	2.155 0	1.456 0	0.860	1.670 0	8.510
size	21.720 0	1.295 0	18.780	21.610 0	25.350

通过对投资不足且自由现金流量为负的样本进行多元回归分析,得到公司债券融资对投资不足影响的回归结果如表 6 所示。

通过表 6 可以看出,样本公司的投资不足与自由现金流量短缺在 1% 的显著性水平上正相关,说明现金流量短缺越严重,样本公司的投资不足问题也越严重;加入公司债券融资的影响后,公司债券融资与自由现金流的交叉项为负且在 1% 水平上显著,支持了假设 2,说明公司债券融资能显著缓解上市公司的信息不对称程度、改善上市公司的外部融资环境,从而显著缓解了上市公司因现金流量短缺造成的投资不足。表 6 还显示,表示上市公司成长性的 tobinq 与投资不足显著负相关,表明上市公司的成长机

会越多,因现金流量短缺带来的投资不足问题越不严重;但上市公司的规模(size)与投资不足在5%的显著性水平上正相关表明公司规模越大,越会因现金流量短缺带来投资不足。

表6 公司债券对投资不足的影响

	UI	UI
fcf	0.4818*** (3.00)	0.4613*** (2.84)
fz		-0.0115** (-1.97)
fz * fcf		-0.1435*** (-2.77)
contr	-0.0017 (-0.51)	-0.0017 (-0.52)
manage	-0.0002 (-0.69)	-0.0002 (-0.81)
tobinq	-0.0065*** (-4.78)	-0.0066*** (-4.84)
size	0.0023** (2.17)	0.0024** (2.14)
contr * fcf	-0.0079 (-0.24)	-0.0090 (-0.27)
manage * fcf	-0.0027* (-1.85)	-0.0029** (-1.97)
tobinq * fcf	-0.0348*** (-7.20)	-0.0356*** (-7.18)
size * fcf	-0.0083 (-1.17)	-0.0070 (-0.97)
ind_dum	已控制	已控制
year_dum	已控制	已控制
_cons	-0.0537** (-2.24)	-0.0539** (-2.20)
N	1 712	1 712
Adj - R2	20.82%	21.08%

注:***、**、* 分别表示在1%、5%、10%水平下显著,括号内数值表示对应系数的t统计量

(四) 稳健性检验

为避免因替代变量的选择对结论造成影响,本文以公司*i*第*t*年固定资产、在建工程及工程物资,长期投资和无形资产的净值增加额除以年初总资产计算当年的新增投资支出,以主营业务收入增长率代替tobinq衡量公司成长性代入各模型重新进行回归分析,结果与之前的分析没有明显差异。

四 研究结论

本文借鉴Richardson^[27]的非效率投资模型对我国非金融上市公司的非效率投资行为进行度量,发现我国上市公司既存在现金流量充裕下的过度投资也存在现金流量不足下的投资不足。通过公司债券融资与非效率投资的关系进行实证分析,结果显示公司债券融资对上市公司“股东—债权人”冲突加剧的作用大于对“股东—管理者”冲突的缓解作用,从而加剧了上市公司的过度投资行为;同时公司债券融资改善了上市公司的外部融资环境,缓解了其投资不足。因此,我国上市公司在利用公司债券进行融资时更应努力完善公司治理结构、加强对管理者的监督,以降低上市公司的非效率投资行为,提高其企业价值。

参考文献:

- [1] 童盼,支晓强. 股东—债权人利益冲突对企业投资行为的影响——基于中国上市公司的模拟研究[J]. 管理科学, 2005(5): 67-76.
- [2] 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(5): 75-84,126.
- [3] 唐雪松,周晓苏,马如静. 上市公司过度投资行为及其制约机制的实证研究[J]. 会计研究, 2007(7): 44-52,96.
- [4] 黄乾富,沈红波. 债务来源、债务期限结构与现金流的过度投资——基于中国制造业上市公司的实证证据[J]. 金融研究, 2009(9): 143-155.

- [5] 窦 炜,刘 星. 债务杠杆、所有权特征与中国上市公司投资行为研究[J]. 经济与管理研究, 2011(2): 33 - 45.
- [6] 黄 璐,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证据[J]. 会计研究, 2012(9): 67 - 72, 97.
- [7] 廖义刚. 债务治理、高质量审计与自由现金流过度投资——来自我国 A 股上市公司的经验证据[J]. 山西财经大学学报, 2012(9): 74 - 84.
- [8] Jensen M C, Meckling W H. Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure[J]. Journal of Financial Economics, 1976, 3(4): 305 - 360.
- [9] Agency Costs of Free Cash Flow, corporate finance, and takeovers[J]. American Economic Review, 1986(76): 323 - 329.
- [10] Stulz R. Managerial discretion and optimal financing policies[J]. Journal of Financial Economics, 1990, 26(1): 3 - 27.
- [11] 杨华军, 胡奕明. 制度环境与自由现金流的过度投资[J]. 管理世界, 2007(9): 99 - 106, 116, 172.
- [12] 俞红海, 徐龙炳, 陈百助. 终极控股股东控制权与自由现金流过度投资[J]. 经济研究, 2010(8): 103 - 114.
- [13] 杨兴全, 张照南, 吴昊旻. 治理环境、超额持有现金与过度投资——基于我国上市公司面板数据的分析[J]. 南开管理评论, 2010(5): 61 - 69.
- [14] 赵 卿. 金融发展、债务治理与上市公司过度投资行为[J]. 南方经济, 2012(11): 67 - 79.
- [15] Titman S. The effect of capital structure on a firm's liquidation decision[J]. Journal of Financial Economics, 1984, 13(1): 137 - 151.
- [16] McConnell J J, Servaes H. Equity ownership and the two faces of debt[J]. Journal of Financial Economics, 1995, 39(1): 131 - 157.
- [17] Lang L, Ofek R, Stulz R M. Leverage. Investment and Firm Growth[J]. Journal of Financial Economics, 1996(40): 3 - 29.
- [18] 谢海洋, 董黎明. 债务融资结构对企业投资行为的影响[J]. 中南财经政法大学学报, 2011(1): 92 - 96, 143 - 144.
- [19] Myers S C. Determinants of corporate borrowing[J]. Journal of Financial Economics, 1975(2): 147 - 175.
- [20] Myers S C, Majluf N S. Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information That Investors Don't Have[J]. Journal of Financial Economics, 1984, 13(2): 187 - 221.
- [21] Stiglitz J E, Weiss A. Credit Rationing in Markets with Imperfect Information[J]. The American Economic Review, 1981, 71(3): 393 - 410.
- [22] 欧阳凌, 欧阳令南, 周红霞. 股权制度安排、信息不对称与企业非效率投资行为[J]. 当代经济科学, 2005(4): 72 - 78, 111.
- [23] 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): 69 - 77, 97.
- [24] 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): 47 - 58.
- [25] Sengupta P. Corporate Disclosure Quality and the Cost of Debt[J]. The Accounting Review, 1998, 73(4): 459 - 474.
- [26] 郭巧莉, 张心灵, 杨艳艳. 上市公司定向增发融资偏好分析[J]. 财经理论与实践, 2013(6): 50 - 53.
- [27] Richardson S. Over investment of free cash flow[J]. Review of Accounting Studies, 2006(11): 159 - 189.
- [28] 吴超鹏. 风险投资对上市公司投融资行为影响的实证研究[J]. 经济研究, 2012(1): 105 - 119, 160.

(责任校对 谢宜辰)