

股权结构、财务杠杆对ST公司投资行为的影响

——来自ST上市公司的经验数据

祝群

(龙岩学院 经济与管理学院,福建 龙岩 364000)

[摘要] ST公司的投资行为是资本市场所关注的重要问题。基于此,从股东和债权人的视角,分别检验了公司股权结构和财务杠杆对ST公司投资支出的影响。以2005-2012年被ST的A股上市公司为背景,研究发现:股权集中度和长期负债均促进了企业投资,而股权制衡和短期负债抑制了企业投资。此外,规模越大的ST公司投资越少,自由现金流则与投资支出正相关。

[关键词] 股权结构; 财务杠杆; ST公司投资行为

[中图分类号] F275 **[文献标识码]** A **[文章编号]** 1673-0755(2015)02-0038-06

ST公司通常表现为财务状况异常、生产经营困难等情形,因此国内外学者们在进行实证研究时一般将其剔除,鲜有学者对这一群体公司的独特性进行研究。对于ST公司这一特殊群体而言,其财务绩效较差、成长机会较少,在投资行为上也与正常公司存在差异,如容易出现过度投资行为等。那么,到底是哪些因素影响ST公司的投资行为呢?本文从股东和债权人的视角,分别考虑股权结构和财务杠杆两大因素对ST公司投资行为的影响。

财务困境企业的信息不对称要比健康企业更为严重,亏损公司为避免被摘牌比健康企业更有动机进行投资操作。谷祺和刘淑莲(1999)^[1]认为陷入财务困境的企业,股东和管理者具有强烈的动机去从事那些尽管成功机会不大但一旦成功将获利颇丰的投资活动。张功富和宋献中(2007)^[2]发现陷入困境后的企业因更严重的信息不对称和代理问题而遭受更严重的融资约束;与缩减投资规模相比,财务困境企业扩大投资规模更有利于其走出困境。于是在ST公司进行投资决策时,股权集中度、股权制衡和财务杠杆产生的影响,会和非ST公司有些差异。

本文以2005—2012年被ST的A股上市公司为样本进行实证检验,旨在加深投资者对ST公司财务行为以及影响因素的了解,认识短期财务杠杆和长期财务杠杆对ST公司的投资行为结果的影响。其

贡献在于:第一,已有文献基本上均将ST公司置于范围之外,这显然是有失偏颇的。本文以ST公司样本对现有研究有益补充,加深了投资者对ST公司财务行为以及影响因素的了解。第二,在财务杠杆研究方面,现有文献假定公司的各种负债是同质的。而本文发现短期财务杠杆和长期财务杠杆对ST的投资行为产生了截然相反的影响,丰富了对财务杠杆效应的认知。

一 理论分析与研究假设

虽然在绝大多数研究中ST公司均被剔除出去了,但也不乏一些专门针对ST公司的研究。石巧荣(2000)^[3]探讨了ST阵容扩大的原因,吕长江和赵宇恒(2006)^[4]发现上市公司之所以戴帽主要源于公司的流动性、资产周转、财务杠杆、收益质量、现金匮乏、成长性弱、短期借款比重等因素,但只是流量破产,并没有资不抵债。姜国华和王汉生(2005)^[5]则研究了公司在将面临ST时的盈余管理动机。本文则从股东和债权人的角度,分别考虑股权结构和财务杠杆对ST公司投资支出的影响。

(一)股权结构与公司投资支出

在所有权与控制权分离的现代公司中,经理人有为满足其私利而牺牲股东利益的动机和机会^[6]。Jensen(1986)^[7]发现,当企业拥有大量自由现金流时,经理人并不是将其分配给股东而是投资于净现

值为负的项目。小股东由于所持股份较少,普遍存在“搭便车”行为,因而不能有效规制经理人的行为^[8]。大股东有较强的监督动机,有效遏制经理人的过度投资行为^[9],但是当所有权和控制权分离程度很小时,此时公司大股东既有所有权又拥有实质上的控制权,而且第一大股东持股比例越高,所有权和控制权融合度就越强,此时股东和经理人之间的代理问题很小,取而代之的是大股东和小股东之间的代理问题。大股东有动机转移公司的资源,侵占小股东的利益,尤其是在公司有足够的自由现金流时,大股东有动机进行非效率投资。随着持股比例的增大,大股东与公司利益紧密度也提高,大股东会更加关注公司的持续发展和盈利能力。韦琳和石华(2013)^[10]发现第一大股东持股比例越高,投资支出水平和过度投资水平越高,投资不足水平越低。不过,当第一大股东持股比例升高到一定程度后,饶育蕾等(2006)^[11]发现第一大股东持股比例越高,投资现金敏感度越低,“隧道效应”越小。ST公司是特殊的一类公司,这些公司处在特殊的财务不良状态中,第一大股东持股比例越高,其单独的利益和公司的利益越一致。陷入财务危机的企业,股东和管理者具有强烈的动机去从事那些尽管成功机会不大但一旦成功将获利颇丰的投资活动。在我国特殊的情境下,财务困境企业扩大投资规模更有利于其走出困境。这也就意味着第一大股东持股比例越高,第一大股东就有越强的动机和决策能力让公司走出困境,而增加投资支出有助于摆脱困境。基于此,我们提出本文的第一个假设。

H1:在其他条件一定的情况下,ST公司股权集中度与投资支出正相关。

在一股独大的公司股权结构中,控股股东拥有绝对的权力,因而比较容易实现其私利。当存在少数几个其他较大的股东时,大股东的这一行为将会得到一定程度的抑制。当然,股东制衡也并非总是会产生有利的经济后果,它依赖于不同的情境。当企业有过度投资的倾向、证实现金流成本和融资需求较大时,股权制衡是有效率的;如果企业投资机会充足,引进股权制衡的股权结构未必是一种正确的选择。胡国柳和周德建(2012)^[12]发现股权制衡可以缓解投资过度,王菁和孙元欣(2014)^[13]发现股权制衡可以缓解在资本市场绩效压力下导致的投资不足现象。从中我们可以看出,股权制衡可以在决策时起着调节平衡的作用。ST公司经营出现状况,急需做出改变扭转困局,然而有些投资机会有失败的风险,亦即让ST公司承受退市的风险。股权制衡的

治理结构对于此类风险会有规避的倾向,起到抑制拥有控股权的第一大股东扩大投资意愿的作用。股权制衡度越高,对第一大股东扩大投资意愿抑制作用越明显。据此,我们以原假设的形式提出假设2。

H2:在其他条件一定的情况下,ST公司股权制衡度与投资支出负相关。

(二)财务杠杆与公司投资支出

企业的财务杠杆可能对企业投资行为产生两种截然相反的效应。首先,从负债融资的治理视角出发,财务杠杆既可能抑制投资也可能促进投资。股东拥有剩余索取权,因此相比较而言他们比债权人更愿意承担风险,如进行大额投资。故而,债权人会对企业的过度投资行为进行有效监督,从而降低企业的投资水平。企业使用债务是为了抑制过度投资,而不是缓解投资不足。Cho, Sam-Yong 等(2004)、Aivazian 等(2005)及姚明安和孔莹(2008)^[14]也均有类似发现。此外,从股东的视角出发,较高的杠杆水平会降低他们投资赢利性项目的激励。因此,在高负债情况下,企业投资所获得的收益大部分被用于偿还债务,而股东则收益甚少。而对ST企业来说,企业处在困境当中,企业因更严重的信息不对称和代理问题而遭受更严重的融资约束,再行举债会比较困难。同时,财务杠杆对企业投资具有显著的抑制作用^[14-15]。不过财务杠杆中的长期债务和短期债务发挥的作用并不相同,窦炜和刘星(2011)^[16]就发现财务杠杆抑制投资过度时,相对于长期债务而言,短期债务对投资的影响更为显著。ST公司处于财务困境当中,与缩减投资规模相比,财务困境企业扩大投资规模更有利于其走出困境。不过对于即将到期的债务,债权人并不愿意冒着企业投资失败财务状况继续恶化的风险,因此会要求公司保证偿还债务,从而使得公司没有足够的资源进行扩大投资;相反,对于长期债务而言,债务并未到期,债权人更着眼于公司在债务到期时的财务状况,既然扩大投资规模能帮助公司走出困境,也就意味着能保障公司的未来偿债能力。综上所述,财务杠杆对企业投资支出的影响因债务期限而异:流动负债需要在短期内偿还,这给公司资产流动性造成了一定程度的压力,公司经理人所控制的自由现金流就越少,造成投资不足;而长期负债使ST公司不用消耗现在的自由现金流,能够在一定程度上容许增大公司的投资支出。根据以上文献及分析,本文提出以下假设:

H3:在其他条件一定的情况下,ST公司流动负债比率与投资支出负相关。

H4:在其他条件一定的情况下,ST 公司长期负债比率与投资支出正相关。

二 研究设计

(一)样本选择与数据来源

本文以 2005—2012 年我国被 ST 的 A 股上市公司为样本。由于金融类公司经营业务的特殊性,因此予以剔除。最终,获得 872 个企业年度样本。(为控制极端值的影响,对本文主要的连续变量进行了首尾 1% 的 Winsor 处理)。本文的数据均来自国泰安开发的 CSMAR 数据库。参考相关文献,本文对样本的选取根据如下规则:

表 1 样本数据采集规则

分类	情况	采集规则
1	两年亏损	从前三年起
2	权益缩水等	从前两年起
3	恢复上一级状态	采集至恢复前一年
4	三年亏损或其他终止上市原因	将该公司剔除
6	区间内前后段均有 st,密集	整段数据均采用

连续两个会计年度亏损,需要考察在这两个会计年度的财务数据。同时由于本文计算投资支出的需要,采取亏损前一年的年报数据作为环比基础。即如果某公司在第 i 年会计中期被宣告 ST,那么就应当采集前三年,即 i-3、i-2 和 i-1 年的年报数据。

如果是其他原因被 ST(如权益缩水),那么需要采集前两年的年报数据。如果公司恢复上级状态(摘掉 ST 的帽子),那么,需要采集至恢复上一级状态的前一年。

另外,如果某公司在 2005—2012 年前后均有断续被 ST 的情况,那么就应当采集 2005—2012 整段的年报数据,因为该公司可能存在一种惯性,这样的惯性反映出公司被 ST 的实质问题。

特别地,对于终止上市的 ST 公司,将该公司从样本中剔除,保证所有 ST 公司都是可存续的。

通过上述采集规则,得到 1129 条记录,计算各种比率设置二元虚拟变量等。删除这些记录中各公司连续年份中第一个记录,删除数据缺失和数据严重失常的记录,最终得到 297 家 ST 公司共计 872 条年度数据记录。

(二)模型设定

据已有研究,如唐雪松等(2007)、童盼等(2007)^[15-16],本文的待检验模型为:

$$I = f(BIG1, S * BIG1, S, Z, FER, LLR, ER, FR, LNS)$$

I 为被解释变量,以公司固定资产净额、在建工程和工程物资比上期的增加额除以公司总资产期初余额衡量。BIG1(第一大股东持股比例)、Z(股权集中度)、FER(流动负债比率)、LLR(长期负债比率)是主要的控制变量。此外,本文还控制了产权性质、公司规模、成长性、自由现金流以及行业、年度的影响(具体变量的定义见表 2)。

表 2 变量定义

变量分类	变量	意义
被解释变量	I	实际投资支出,为公司每年固定资产净额、在建工程和工程物资比上期的增加额除以公司总资产期初余额的比率
	BIG1	第一大股东持股比例,衡量股权集中度
	Z	股权制衡度,为前五大股东持股比例之和减去第一大股东持股比例的差额除以前五大股东持股比例之和的比率
	FDR	流动负债比率,为流动负债除以总资产
解释变量	LLR	长期负债比率,为长期负债除以总资产
	ER	公司成长性,为主营业务收入比上期的增加额除以期初总资产
	FR	自由现金流比率,为自由现金流比上期的增加额除以总资产
	LNS	总资产规模的自然对数
	S	是否国有控股。如果是,则 S 为 1,反之,则为 0

三 实证结果与分析

(一)描述性统计

从表 3 可以看到,FDR 的最小值为 0.0249,最大值为 1.9706,平均值为 0.6428,波动较大。这里体现了本文对于数据处理的要求,即流动负债比率不能过大,最大允许为 2,超过 2 即剔除。在这样的处理原则下得到的数据中,I 的最小值为 -3.2273,最大值为 7.0926,平均值为 -0.0076,说明 ST 公司整体平均投资支出水平为负值。BIG1 的最小值为 0.0060,最大值为 0.8497,平均值为 0.3616,表明样本 ST 公司股权相对集中。Z 的最小值为 0.0042,最大值为 0.7433,平均值为 0.3408,这意味着,样本 ST 公司第一大股东持股比例占前五大股东持股比例的 75% 左右,一股独大的现象明显。LLR 的最小值为 0,最大值为 0.4793,平均值为 0.0436,波动较小。ER 和 FR 均有负值,平均值在 0 左右,说明 ST 公司的成长性普遍比较低。LNS 的值比较集中,方差相对较小,平均值为 20.5191。

表 3 描述性统计

	I	BIG1	Z	FDR	LLR	ER	FR	LNS
样本数	872	872	872	872	872	872	872	872
最小值	-3.2273	0.0060	0.0042	0.0249	0.0000	-3.9257	-1.3717	17.5367
最大值	7.0926	0.8497	0.7433	1.9706	0.4793	5.0721	0.8583	24.1258
平均值	-0.0076	0.3616	0.3408	0.6429	0.0436	0.0091	0.0066	20.5191
标准差	0.3166	0.1524	0.2080	0.3096	0.0794	0.3800	0.2134	0.9179

(二)多元回归分析

1、ST 公司股权结构对投资行为的影响

表 4 的检验结果显示:ST 公司股权集中度(BIG1)的系数显著为正,说明股权集中度促进公司的投资支出,ST 公司的投资支出与股权集中度正相关,假设 H1 得到了验证。另外,本文研究发现,第一大股东持股比例和是否国有的交叉乘积项 D 的系数虽然为负,但回归系数不显著,说明 ST 公司第一大股东为国有的性质抑制其投资支出的效果不明显。

表 4 多元回归分析结果

变量	变量含义	回归系数	T 值
BIG1	股权集中度	0.029***	4.567
Z	股权制衡度	-0.005	0.981
FDR	流动负债比率	-0.036***	5.451
LLR	长期负债比率	0.730***	12.562
ER	公司成长性	0.189***	9.112
FR	自由现金流比率	0.090***	4.231
LNS	总资产规模	-0.015	0.112
S	国有控股	0.076***	2.816
BIG1_S	国有企业股权集中度	-0.015	0.234
常数项	常数项	0.295***	8.339
行业	控制		
年度	控制		
F	65.01		
R ²	0.539		

注:***、**、* 分别表示在 10%、5%、1% 的显著性水平上显著

对于股权制衡度,线性回归结果显示,Z 的回归系数为 -0.005,但不显著。说明 ST 公司的股权制衡度并不能十分有效地抑制投资支出。即没有显著的证据支持假设 H2。之所以股权制衡对投资支出抑制作用不显著,很可能是因为其公司治理环境不健全,小股东与大股东的目标一致——即希望尽早摆脱 ST 帽子,因而小股东对大股东的制衡作用不明显。

2、ST 公司财务杠杆对投资行为的影响

对于 ST 公司的流动负债,线性回归显示,公司的投资支出与其呈负相关的关系,且十分显著。说明 ST 上市公司的流动负债减少了其投资支出,支持假设 H3。这主要是因为流动负债需要在短期内偿还,这给公司资产流动性造成了一定程度的压力,而

且流动负债越大,压力越大,公司经理人所控制的自由现金流就越少。因而,在面对即使是 NPV 为正的投资项目时,公司也会选择放弃,而将 FCF 用于偿还短期债务之上,造成投资不足。

对于 ST 公司的长期负债,线性回归显示,ST 公司长期负债每增加 1%,投资支出增加 0.73%,具有显著性,支持假设 H4。其原因在于:ST 公司的长期负债使其拥有现在享有而只需要在未来较长时间内才偿还的自由现金流,长期负债对公司的资产流动性压力较小,能够在一定程度上促进公司的投资支出。

3、其它控制变量对投资行为的影响

线性回归分析显示,ST 公司的投资支出与其成长性呈显著的正相关关系,说明 ST 公司成长性越高,过度投资支出越大。成长性越高的 ST 公司,其投资机会越多,因而投资支出也会相应增大。ST 公司的投资支出与其自由现金流呈显著正相关关系,说明 ST 公司的自由现金流比率一定程度上促进了公司的投资支出。此外,ST 公司的资产规模与投资支出的关系为负,但是不具有显著性,说明 ST 公司的资产规模在一定程度上抑制了公司的投资支出。

四 稳健性检验

(一)用前三大股东持股比例之和 BIG3 替换第一大股东持股比例 BIG1 进行线性回归,得到如下结果:

表 5 替换 BIG1 后的线性回归结果

变量	变量含义	回归系数	T 值
BIG3	股权集中度	0.030***	4.562
Z	股权制衡度	-0.019	0.871
FDR	流动负债比率	-0.035***	7.673
LLR	长期负债比率	0.732***	11.451
ER	公司成长性	0.189***	8.001
FR	自由现金流比率	0.090***	3.121
LNS	总资产规模	-0.015	0.334
S	国有控股	0.076***	3.927
BIG1_S	国有企业股权集中度	-0.015	0.234
常数项	常数项	0.283***	8.339
行业	控制		
年度	控制		
F	60.09		
R ²	0.338		

注:***、**、* 分别表示在 10%、5%、1% 的显著性水平上显著

表 5 为用前三大股东持股比例之和 BIG3 替换第一大股东持股比例 BIG1 后的检验结果:LLR 和 ER 的 P 值为 0.000,两者通过了检验,回归系数方向不变,值大小与替换前接近。BIG3、Z、FR、LNS 和 D 的 P 值都有所减小,而且回归系数的方向不变,值大小与替换前接近,说明用 BIG3 替换 BIG1 之后,回归结果与原来相比变化不大,有所改善。总体而言,替换之后的线性回归结果与替换之前的结果差别不大,表明原线性回归结果具有较好的稳健性。

(二)用短期借款比率(DL)、长期借款比率(CL)代替短期流动负债比率 FDR 和长期负债比率 LLR,进行线性回归,得出结果如表 6:

表 6 替换 BIG1 后的线性回归结果

变量	变量含义	回归系数	T 值
BIG3	股权集中度	0.053***	5.563
Z	股权制衡度	-0.020	0.972
FDR	流动负债比率	-0.051***	8.674
LLR	长期负债比率	0.771***	12.452
ER	公司成长性	0.193***	9.101
FR	自由现金流比率	0.087***	4.123
LNS	总资产规模	-0.015	1.335
S	国有控股	0.066***	4.947
BIG1_S	国有企业股权集中度	-0.011	0.335
常数项	常数项	0.296***	8.339
行业	控制		
年度	控制		
F		59.99	
R ²		0.548	

注: *、* *、* * * 分别表示在 10%、5%、1% 的显著性水平上显著

分别用前三大股东持股比例之和 BIG3、短期负债比率 DL 和长期负债比率 CL 替换第一大股东持股比例 BIG1、短期流动负债比率 FDR 和长期负债比率 LLR。结果显示: CL 和 ER 的 P 值为 0.000,通过了检验。BIG3、Z 和 D 的 P 值都有所减小,常数项、DL、FR 和 LNS 的 P 值有所增大,但是所有这些因子的系数方向没有改变,值大小与替换前接近,说明用前三大股东持股比例之和 BIG3、短期负债比率 DL 和长期负债比率 CL 替换第一大股东持股比例 BIG1、短期流动负债比率 FDR 和长期负债比率 LLR 后,回归结果与原来相比变化不大。总体而言,替换之后的线性回归结果与替换之前的结果差别不大,表明原线性回归结果具有较好的稳健性。

五 结论与未来展望

本文的研究表明:ST 公司的股权集中度促进了公司的投资支出,股权制衡度在一定程度上抑制了

投资支出的增长。流动负债和长期负债对投资行为的影响是不一样的:流动负债抑制投资支出,而长期负债则促进了公司的投资支出。自由现金流是一种资源,ST 公司的自由现金流越多,投资支出越大。ST 公司的资产规模一定程度上抑制投资行为。

基于本文的研究结论,我们认为,ST 公司的出路不应仅仅局限于战略重组,优化自身股权结构、调整财务杠杆和合理支配现金流也是一种可行的措施。本文的局限在于:没有考虑 ST 公司股权性质、股权流通性以及负债其他方面的影响,讨论框架和实证模型中也未包括诸如法律法规、国家政策和市场竞争条件等外部因素^①。

注释:

①本文的完成得到上海证券交易所肖进明的大力支持和帮助,在此表示衷心感谢!

[参考文献]

[1] 谷 祺,刘淑莲. 财务危机企业投资行为分析与对策[J]. 会计研究,1999(10): 28-31.

[2] 张功富,宋献中. 财务困境企业资本投资行为的实证研究——来自中国上市公司的经验证据[J]. 财经理论与实践,2007,28(3): 33-40.

[3] 石巧荣. 对我国股市中“ST”“PT”阵容不断扩大现象的分析[J]. 经济师,2000(5): 39-40.

[4] 吕长江,赵宇恒. ST 公司生命轨迹的实证分析[J]. 经济管理,2006(2): 44-51.

[5] 姜国华,王汉生. 上市公司连续两年亏损就应该被“ST”吗?[J]. 经济研究,2005(3): 100-107.

[6] Adolf A Berle, Gardiner C Means. The Modern Corporation and Private Property [J]. Harcourt, Brace & World, 1932(32): 11-23.

[7] Jensen M C. Agency Costs and Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers [J]. American Economic Review, 1986(76): 659-665.

[8] Shleifer A, R W Vishny. A Survey of Corporate Governance [J]. Journal of Finance, 1997, 52(2): 737-783.

[9] 陈晓明,周伟贤. 股权结构、公司治理与上市公司投资水平的实证研究[J]. 金融与经济,2008(3): 47-51.

[10] 韦 琳,石 华. 制造业股权结构对企业非效率投资的影响研究[J]. 山西财经大学学报,2013(2): 5-16.

[11] 饶育蕾,汪玉英. 中国上市公司大股东对投资影响的实证研究[J]. 南开管理评论,2006(5): 67-73.

[12] 胡国柳,周德建. 股权制衡、管理者过度自信与企业投资过度的实证研究[J]. 商业经济与管理,2012(9): 47-55.

[13] 王 菁,孙元欣. 资本市场的绩效压力与企业投资不足——股权制衡和两职兼任的调节作用[J]. 山西财经

大学学报,2014(4):69-80.

[14] 姚明安,孔 莹. 财务标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.

[15] 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.

[16] 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.

[17] 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.

The Effect of Equity Structure, Financial Leverage to
Investment Behavior of Companies Titled ST
——Empirical Evidence from Listed Companies titled ST in China

ZHU Qun
(Longyan University,Longyan 364000,China)

Abstract: The investment behavior of ST companies is the vital issue which capital market concerns. Based on this fact, this article, from the perspective of shareholders and creditors, examines the effect of corporate ownership structure and financial leverage on ST corporate investment spending.

The selected data is from the background of listed companies in A-stock market titled with ST between year 2005 and year 2012. According to our research, we believe that ownership concentration as well as long-term liabilities can promote corporate investment, whilst the balance of equity and short-term debt do the opposite. Additionally, we find that the larger the scale of the ST companies, the less their corporate investment while free cash flow keeps positive correlation with investment spending.

Key words: Equity Structure; Financial Leverage; ST Companies Investment Behavior