

财务柔性储备对资本投向的影响研究

潘 迪¹, 马元驹²

(1. 郑州航空工业管理学院会计学院 郑州 450046; 2. 首都经济贸易大学会计学院 北京 100070)

摘 要: 本文针对上市公司财务柔性资源的储备和释放来考察财务柔性政策对于资本投向的影响。研究发现, 财务柔性资源不同程度地影响固定资产投资、无形资产投资和股权投资决策; 样本公司储备的现金柔性主要用于固定资产投资, 一般不会用于无形资产投资, 企业需要进行股权投资时无须储备财务柔性。随着财务柔性的不断储备, 企业会相应降低投资决策对内部资金的依赖性, 但固定资产投资除外, 尤其是长期储备的债务柔性对于固定资产投资所需资金的补充作用不会减弱。此外, 引起资本投资结构发生变化的主要诱因是债务柔性。

关键词: 财务柔性储备; 资本投向; 资源配置

中图分类号: F830

文献标识码: A

文章编号: 1004 - 4892(2018)08 - 0065 - 10

一、引 言

2008年金融危机后, 企业和机构不断注意到高“杠杆化”已成为威胁企业财务环境的重要因素, 即高“杠杆化”所带来的高收益已不能掩盖其背后的高风险。企业去杠杆的过程能够帮助企业保留一定的融资空间, 优化内、外部融资环境, 促进债务柔性的产生以及提高, 因此去杠杆的过程能够使企业在经济新常态下积极发挥财务柔性的功能, 更好地预防和利用环境不确定性的不利冲击、把握对企业极为有利的投资机遇。

目前从现金资源方面考察财务柔性 with 资本投资、投资效率的文献已经比较成熟, 而基于剩余负债视角以及综合现金和剩余负债同时考察其如何影响投资决策、投资效率的文献还在不断发展。此外, 学者多从当期财务柔性角度出发研究财务柔性对投资决策的影响, 鲜少从储备财务柔性资源的角度展开研究, 探究企业是选择在当期完全释放财务柔性, 还是选择部分释放而相应地保留财务柔性以进行多期储备。本文通过将单期财务柔性扩展到多期储备的财务柔性来研究不完全释放财务柔性对企业投资决策的影响。同时, 充分考虑到不同类型投资决策的特征差异, 包括可视性是否较强、用途是否较易判断、价值是否易于评估以及在企业中发生频率的高低等, 将投资决策进一步细化为固定资产投资、无形资产投资和股权投资, 研究企业储备的财务柔性资源对三类资本投向的影响及其差异, 更全面地分析企业不同特征的资本投向与财务柔性储备的相关关系, 为企业利用财务柔性资源支持不同类型的投资决策提供经验性证据。

与以往研究不同, 本文主要从多期储备的财务柔性资源角度来分析企业内部储备的财务柔性资源

收稿日期: 2017 - 11 - 16

基金项目: 国家自然科学基金资助项目(71572118)

作者简介: 潘迪(1989 -), 女, 河南许昌人, 郑州航空工业管理学院会计学院会计师, 博士; 马元驹(1957 -), 甘肃兰州人, 首都经济贸易大学会计学院教授, 博士生导师。

如何影响三类资本投向,注重从债务柔性及债务柔性储备视角出发展开研究。因此,本文研究不仅能够丰富该领域的相关研究文献,还能够从财务柔性视角考察“去杠杆”任务的推进情况,为企业利用财务柔性提高内外部融资环境和风险承担能力以及优化资源配置、提高投资效率提供政策性建议。

二、文献回顾与研究假设

(一)财务柔性储备与投资决策

在完美资本市场中,企业可以一直保持最佳投资水平,可以在面临未预期的流动性冲击时不耗费成本去调整自己的资本结构并把握增长机会。当资本市场非完美且外部融资成本增加的时候,财务柔性就会变得越来越重要。在非完美资本市场(市场摩擦存在时),企业预期未来会出现有价值的投资机会是可能遵循财务柔性政策来保持对未来成长机会的把握。一旦公司达到财务柔性状态,它们应该能够比非财务柔性公司有更强的投资力度,也会比有融资约束的公司投资力度更强。Mayer and Sussman (2003)以及 Tsyplov (2008)整理发现小公司在进行异常投资时更偏向于选择股权融资,而盈利型和规模较大的企业则对于债券融资有更清晰的偏好^{[1][2]}。DeAngelo et al. (2011)坚持认为目标由两个部分组成,一个永久的和一个暂时性的。前者是有长期目标的公司,它们在大量投资之后杠杆都会回归到之前的大致水平上。而暂时偏离这个长期目标是使得公司在实际中发生异常投资的临时影响要素^[3]。Maria and Mura (2010)观察到公司增加投资时净债务发行也会增加(新债发行减去到期债),因为在保守杠杆政策下一般都依靠限制负债来融资。在某种程度上公司今天牺牲借贷是为了提高他们未来能够抓住更好增长机会的能力,他们研究发现公司在达到财务柔性状态成为财务柔性公司(FF公司)后不仅会增加公司的投资,异常投资也会相应增加^[4]。Lang et al. (1996)研究发现低杠杆和高投资之间的关系只存在于增长机会较低的公司当中,这些公司存在的自由现金流问题可能更多^[5]。Almeida et al. (2010)、Denis (2011)认为财务柔性和投资决策之间有“跨期依赖性”,且很多公司会通过重新整合企业资本结构,或者现金管理或者股利支付政策来获得财务柔性状态,为财务柔性对投资决策产生影响创造财务条件^{[6][7]}。Bessler et al. (2013)选择跨国上市公司作为样本,发现在短期内选择零财务杠杆政策的公司未来有更多的投资支出^[8]。可见,财务柔性公司在保持低财务杠杆一段时间后,面对需要投资的项目会更容易筹集到外部资金,这样它们对于内部资金的依赖性就会相应降低,随着储备期的增加,投资决策和财务柔性的正向关系减弱,由此提出本文假设1:

H1: 财务柔性公司的投资决策在财务柔性储备初期与财务柔性正向相关,且相关性大于投资决策与财务柔性储备的正向性;

H1.1: 同时存在现金柔性和债务柔性时,二者并不会协同影响投资支出。

(二)财务柔性储备与资本投向

Denis and Sibilkov (2010)、郝颖和刘星 (2009)、Justiniano et al. (2011)、Djankov et al. (2013)、郑立东 (2016)以及张硕和赵息 (2016)等根据资本支出特征总结资本投向的分类将其细化到固定资产投资、无形资产投资和股权投资这三个层面^{[9][10][11][12][13]}。Justiniano et al. (2011)、Djankov et al. (2013)都对固定资产投资特征进行相应总结,包括可视性强、用途易判断和价值易评估等,他们认为正是因为固定资产投资拥有以上特征使得企业中相比其他资本投向而言发生最频繁的就是固定资产投资^{[14][15]}。总之,固定资产投资、无形资产投资、研发投资与股权投资等不同投资取向形成资产属性、特质和功能差异 (Hanouna, Sarin and Shapiro, 2000; Dyck and Zingales, 2004)^{[16][17]}。郝颖和李静明 (2011)指出地方所属的上市集团中,企业集团内在固定资产、专用资产购置和基建投资中股东是可以深入介入且拥有更多的收益索取权,而类似于金融控股公司的资产

经营类公司股权投资和资本运作能力由于自身生产经营能力欠佳而不具有优势^[18]。赵静和郝颖(2013)认为固定资产投资是刺激经济增长最直接、最快速的资本投入方式^[19]。张硕和赵息(2016)认为固定资产投资比重高于股权投资以及无形资产投资时,可相应减轻债权人信息不对称度,利于公司价值的提升。无形资产却在一定程度上会加剧债权人信息不对称程度^[20]。吴建祥和李秉祥(2014)总结无形资产类投资的特点是周期长、见效慢、收益滞后,在短期内会增加企业成本,导致业绩下滑^[21]。可见一般企业中固定资产投资在所有资本投向比重中应该较大,不仅是来自地方政府的干预和管控,也由于固定资产投资方式见效快,对于提升企业价值的作用更加容易确定。由此提出本文假设2:

H2: 财务柔性及财务柔性储备与固定资产投资的正向相关性要显著大于对股权投资或无形资产投资的相关性;

企业发展过程需要通过固定资产投资来刺激业绩增长,企业规模不断发展壮大,随着全球经济和技术的飞速发展,与企业经营活动相关的机器设备等固定资产类投资易被淘汰,更新周期逐渐缩短,因此固定资产类投资相比于无形资产投资和股权类投资而言持续性较强,对于财务柔性资源的依赖性更持久。尽管财务柔性资源储备丰富的企业会更容易筹集到外部资金,这样会降低投资决策对于内部资金的依赖性,但就固定资产类投资而言,不会像无形资产投资和股权类投资那样减弱对财务柔性储备的敏感性,而基于资金成本角度而言,固定资产投资对于债务柔性储备的依赖性会高于现金柔性储备。因此,进一步提出如下假设:

H2.1: 固定资产投资与财务柔性储备的正向相关性相比于当期财务柔性不会减弱,且固定资产投资对于债务柔性储备的正向相关性大于现金柔性储备;

H2.2: 固定资产投资与债务柔性储备的正向相关性大于股权投资和无形资产类投资;

长期股权投资流动性和变现能力较差,会相应地减少企业所拥有的现金和其他资产。胡国柳和刘向强(2013)认为目前我国控制权市场还不成熟,所以长期股权投资并未发挥应有的资源配置作用。没有固定投资领域的短期资本投资逐利性较强,相比于长期股权投资较多^[22]。可见股权投资对于现金的依赖性相比于固定资产投资、无形资产投资更强。因此,进一步提出如下假设:

H2.3: 股权投资与现金柔性的正向相关性大于债务柔性,与现金柔性储备的相关性较固定资产投资和无形资产投资更强。

三、研究设计

(一)模型设计

1. 财务柔性及财务柔性储备的量化

本文借鉴 Dittmar A., Mahrt Smith J. (2007)、杨兴全等(2010)及董理等(2016)^{[23][24][25]},用模型(1)的残差来衡量现金柔性。而债务柔性水平借鉴 Frank and Goyal(2009)确立的基础水平模型(Basic Line Model)^[26]。

$$\begin{aligned} Cash_i = & \alpha_0 + \beta_1 Size_i + \beta_2 Nwc_i + \beta_3 LEV_i + \beta_4 OpeCash_i + \beta_5 Cap_i + \beta_6 TobinQ_i \\ & + \beta_7 Div_i + Industry + Year + \varepsilon \end{aligned} \quad (1)$$

$$\begin{aligned} LEV_{it} = & \alpha_1 LEV_{it-1} + \alpha_2 Industry\ leverage + \alpha_3 MBV_{it} + \alpha_4 Size_{it} + \alpha_5 Tangibility_{it} \\ & + \alpha_6 \Delta CPI_t + \alpha_7 \Delta Profit_t + \varepsilon_t \end{aligned} \quad (2)$$

其中: $Cash_i$ 为现金持有水平, $Size_i$ 为企业规模, Nwc_i 为净营运资本水平, LEV_i 为资产负债率, $OpeCash_i$ 为经营活动产生的现金流, Cap_i 为资本性支出, Div_i 为股利和股息分配额情况。 LEV_{it} 和 LEV_{it-1} 公司当期及上期杠杆水平, $Industry\ Leverage$ 行业年度杠杆水平的中位值, MBV_{it} 市账比率,

$Size_{it}$ 公司规模, $Tangibility_{it}$ 公司有形资产率, ΔCPI_t 物价指数变动比率, $\Delta Profit_t$ 表示盈利能力。

借鉴 Annalisa et al. (2017)^[27] 的思路定义现金柔性储备以及债务柔性储备, 以达到财务柔性状态的最小单元 3 年作为衡量储备水平的时间范围, 不论是现金柔性储备还是债务柔性储备都必须是连续满 3 年的正现金柔性和正剩余负债。具体量化分别为连续 3 年正的现金柔性之和 ($CFRS_t = CF_t + CF_{t-1} + CF_{t-2}$) 作为本文研究所需要的变量现金柔性储备水平 $CFRS_t$, 即 CF_t , CF_{t-1} 和 CF_{t-2} 均大于 0, 否则现金柔性储备 $CFRS_t$ 为 0。本文所用的债务柔性储备 $LFRS_t$ 和现金柔性储备 $CFRS_t$ 的计算同理, $LFRS_t = LF_t + LF_{t-1} + LF_{t-2}$, 要求连续 3 年正向的剩余负债水平, 否则 $LFRS_t$ 取值为 0。

2. 财务柔性对于资本投向的影响

本文主要借鉴 Djankov et al. (2013)、郑立东(2016) 对于资本支出特征总结、资本投向的分类及资本投向作用和影响因素等的研究思路与计量方法, 模型中资本性支出作为因变量, 并细化到固定资产投资、无形资产投资和股权投资, 分别考察财务柔性储备对不同资本投向的影响及程度差异^{[9][13]}, 模型中考虑同时存在现金柔性和债务柔性。

$$\Delta Fix_{i,t} / Fix_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 CF_{i,t} (LFF_{i,t}, CFRS_{i,t}, LFRS_{i,t}) + \beta_2 Control_{i,t} + \sum Industry + \sum Year + \varepsilon_{i,t}$$

(3)

$$\Delta Fix_{i,t} / Fix_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 CF_{i,t} + \beta_2 LFF_{i,t} + \beta_3 CF_{i,t} \times LFF_{i,t} + \beta_4 Control_{i,t} + \sum Industry + \sum Year + \varepsilon_{i,t}$$

(4)

控制变量的选择借鉴连玉君和程建(2007), 张硕和赵息(2016) 等文献中的相关变量^{[28][20]}, 各变量解释具体见表 1 所示。

表 1 变量定义

名称	符号	定义
固定资产投资	<i>PPEINV</i>	当期的固定资产、工程物资及在建工程投资水平, $\Delta Fix_{i,t} / Fix_{i,t}$
无形资产投资	<i>INTANINV</i>	当期的无形资产投资水平, $\Delta Intan_{i,t} / Intan_{i,t}$
股权投资	<i>SHAREINV</i>	当期的股权投资水平, 即 $\Delta Enquity_{i,t} / Enquity_{i,t}$
现金柔性	<i>CF</i>	模型(1) 得出
现金柔性储备	<i>CFRS</i>	连续 3 年现金柔性都为正, 3 年现金柔性之和 ($CFRS_t = CF_t + CF_{t-1} + CF_{t-2}$) 作为本章研究所用的现金柔性储备水平, 否则为 0
债务柔性	<i>LFF</i>	模型(2) 得出剩余负债水平, $LFF = \max(0, \text{未预期负债})$
债务柔性储备	<i>LFRS</i>	债务柔性虚拟变量主要是对剩余负债进行描述性统计后得出其中位数, 样本公司剩余负债高于整体中位数时, 债务柔性虚拟变量 LFF 取值为 1, 否则取值为 0 本章所用的债务柔性储备 LFRS 和现金柔性储备 CFRS 的计算同理, $LFRS_t = LF_t + LF_{t-1} + LF_{t-2}$, 要求连续 3 年正向的剩余负债水平, 否则 LFRS 取值为 0
公司规模	<i>Size</i>	公司年度总资产取自然对数
市账比	<i>Q</i>	公司托宾 Q 值
代理成本	<i>GLFL</i>	当期管理费用除以主营业务收入
净营运资本	<i>Nwc</i>	企业营运资本扣除掉现金持有量后期末总资产进行标准化处理
资产负债率	<i>LEV</i>	年末负债总额与年末资产总额之比
非流动资产比率	<i>NonAR</i>	公司当期非流动资产除以期初总资产
国有股比重	<i>StaSR</i>	国有持股数除以总股数
高管持股比重	<i>ManSR</i>	企业高管拥有的股份数与总股数的比值
经营活动净现金流	<i>Cjratio</i>	经营活动产生的现金流净额与年末资产总额之比
上期的资产回报率	<i>Lag_ ROA</i>	公司上期的总资产净利润率
年度(行业)	<i>Year/Industry</i>	控制年度或者固定效应

(二) 样本选择和数据来源

本文选择 2003 ~ 2016 年在上海证券交易所与深圳证券交易所 A 股主板上市的公司作为初选样

本,之所以选取 2003 年作为样本,因为判断一家公司达到财务柔性需要一家公司连续 3 年以上拥有正的现金柔性或者剩余负债,且考虑到金融危机期间对于上市公司财务柔性的影响,因此选取 2003 年作为样本起始年度。样本筛选中剔除:(1)金融保险行业;(2)PT、ST 公司;(3)主要变量数据存在缺失的公司,最终得到 13629 个样本。并对样本进行了 1% 的 Winsorize 处理。本文使用的财务数据均来自于深圳国泰安信息技术有限公司(CSMAR)开发的数据库,数据的筛选和计算利用 Stata 12 统计软件、Excel 2010。

四、实证结果分析

(一)描述性统计分析

表 2 列示了样本的主要变量的描述性统计结果。其中固定资产投资 PPEINV 均值为 0.286。无形资产投资 INTANINV 均值为 1.008,大于固定资产投资均值。股权投资 ShareINV 的均值为 0.226,比固定资产和无形资产投资均值都小。现金柔性 CF 均值为 0.004,中位数是 0.066,最小值为 -2.805,小于 0,最大值为 1.922,标准差为 0.863,说明样本公司现金柔性水平参差不齐。债务柔性 LFF 均值为 0.111,中位数为 0.066,最大值为 0.641,整体的债务柔性水平较低。现金柔性储备 CFRS 均值为 0.725,最大值为 5.816。债务柔性储备 LFRS 均值为 0.322,接近现金柔性储备 CFRS 均值的一半,最大值为 1.875,一定程度上反映了样本公司对于债务融资的利用度较高,相比于现金柔性而言更注重释放债务柔性资源。

表 2 主要变量描述性统计

变量	样本量	均值	标准差	最小值	中位数	最大值
PPEINV	15512	0.286	0.893	-0.707	0.051	6.299
INTANINV	15512	1.008	4.768	-0.962	0.023	4.100
ShareINV	15512	0.226	0.432	-0.001	0	2.200
CF	15512	0.004	0.863	-2.805	0.066	1.922
LFF	15512	0.084	0.175	-0.535	0.0660	0.641
CFRS	6651	0.725	1.217	0.000	1.317	5.816
LFRS	6651	0.322	0.233	0.289	0.443	1.875

(二)回归结果分析

1. 资本投向与现金柔性及债务柔性的关系

表 3 中模型(1)、(3)、(5)是三类资本投向与现金柔性 CF 的回归结果,固定资产投资 PPEINV、无形资产投资 INTANINV 与现金柔性 CF 的相关系数都显著为正,其中 PPEINV 与现金柔性 CF 回归的系数小于 INTANINV 与现金柔性 CF 的相关系数,从经济意义上来说现金柔性对于无形资产的正相关性更大,股权类投资 ShareINV 与现金柔性 CF 的相关系数为负,且并不显著,结果部分否定了 H2。可能因为固定资产具有直观的物理属性,外部投资者在界定固定资产规模、判定资产使用范围及估计资产价值中相对明晰,固定资产投资是企业生产经营模型的基础性投资,相比无形资产投资具有刚性,因此财务柔性资源与于投资期长、价值不明晰的无形资产的正相关性更大。(2)、(4)、(6)是三类资本投向与债务柔性 LFF 的回归结果,结果和三类资本投向与现金柔性 CF 的回归结果基本一致,说明债务柔性与无形资产投资的相关性最强,其次是固定资产投资,股权类投资对现金柔性和债务柔性都无显著相关性,这和 H2.3 相悖。

表 3 中控制变量回归结果显示:公司规模 SIZE 与固定资产投资 PPEINV、股权类投资 ShareINV、无形资产投资 INTANINV 显著正相关,规模 SIZE 越大相应的三类资本投向投资也越多;而代表公司发展潜力的市账比 Q 与固定资产投资 PPEINV 和股权类投资 ShareINV 显著正相关,发展潜

力能够促进这两类投资；而代理成本 GLFL 与固定资产投资 PPEINV 显著负相关，说明固定资产投资决策的制定考虑代理成本因素；国有股比重 StaSR 与三类投资都显著正相关($p < 0.01$)，说明不论投资方向如何，国有控股比例 StaSR 正向影响投资支出。高管持股 ManSR 比率仅负向影响股权类投资($p < 0.01$)，可见管理层持股比重对于固定资产和无形资产方面的投资规模无显著影响，管理层通过资本投资攫取私利的情况不明显；净营运资本水平 Nwc、非流动资产比率 NonAR 与固定资产和无形资产投资显著正相关，对股权投资影响较小。

表 3 资本投向与现金柔性及债务柔性的回归结果(N = 15512)

变量	PPEINV (1)	PPEINV (2)	ShareINV (3)	ShareINV (4)	INTANINV (5)	INTANINV (6)
截距项	-8.547 *** (- 17.89)	-8.650 *** (- 18.18)	-4.475 *** (- 23.38)	-4.367 *** (- 23.10)	-20.43 *** (- 6.37)	-19.97 *** (- 6.29)
CF	0.0577 *** (4.47)		-0.00751 (- 1.45)		0.247 *** (2.82)	
LFF		0.577 *** (8.69)		-0.0101 (- 0.38)		3.515 *** (7.83)
SIZE	0.376 *** (17.57)	0.380 *** (17.94)	0.229 *** (26.71)	0.223 *** (26.53)	0.864 *** (5.97)	0.854 *** (5.98)
LEV	0.120 (1.01)	0.0895 (0.75)	-0.330 *** (- 6.95)	-0.326 *** (- 6.92)	1.444 * (1.76)	0.511 (0.63)
Q	0.0278 *** (3.70)	0.0304 *** (4.09)	0.0467 *** (15.52)	0.0446 *** (15.07)	0.0494 (0.96)	0.0590 (1.17)
GLFL	-0.498 *** (- 4.71)	-0.574 *** (- 5.47)	-0.0516 (- 1.22)	-0.0334 (- 0.80)	-0.962 (- 1.29)	-1.269 * (- 1.73)
StaSR	0.190 *** (3.68)	0.189 *** (3.65)	0.0419 ** (2.03)	0.0430 ** (2.09)	1.576 *** (4.57)	1.579 *** (4.60)
Nwc	0.241 ** (2.09)	0.351 *** (3.07)	0.107 ** (2.31)	0.100 ** (2.21)	1.374 * (1.71)	1.669 ** (2.12)
Cfratio	-0.0895 (- 0.85)	-0.0501 (- 0.47)	-0.156 *** (- 3.69)	-0.164 *** (- 3.90)	1.299 * (1.80)	1.952 *** (2.73)
NonAR	1.616 *** (12.70)	1.479 *** (11.98)	-0.00504 (- 0.10)	0.00617 (0.13)	3.959 *** (4.55)	3.432 *** (4.09)
ManSR	-0.0743 (- 0.42)	-0.113 (- 0.63)	-0.464 *** (- 6.55)	-0.459 *** (- 6.48)	0.522 (0.45)	0.422 (0.36)
Lag_ ROA	0.688 *** (4.80)	0.698 *** (4.90)	-0.267 *** (- 4.65)	-0.264 *** (- 4.67)	1.510 (1.53)	1.058 (1.09)
年度(行业)	控制	控制	控制	控制	控制	控制
R ² _ adj	0.0662	0.0617	0.0327	0.0341	0.114	0.109
F	13.56	14.07	18.76	18.32	7.177	7.730

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

2. 资本投向与现金柔性储备及债务柔性储备的关系

表 4 中模型(1)、(3)、(5)是三类资本投向与现金柔性储备 CFRS 的回归结果，固定资产投资 PPEINV、无形资产投资 INTANINV 与现金柔性 CFRS 的相关系数都不显著，而股权类投资与现金柔性储备 CFRS 显著负相关($p < 0.01$)，和表 3 中(1)、(3)、(5)的结果对比分析可知，现金柔性能够积极地正向影响三类投资决策，财务柔性公司在维持财务柔性资源一段时间后侧面反映了外部融资能力的增强，因此样本公司随着财务柔性储备期的增加，投资决策和财务柔性的正向相关关系减弱，说明企业在储备财务资源后融资能力的增强，这和 H1 基本吻合，需要注意的是股权类投资和现金柔性储备的显著负相关，说明企业为了储备现金柔性，会相应地减少对外股权投资。模型(2)、(4)、(6)是三类资本投向与债务柔性储备 LFRS 的回归结果，表 4 的(4)、(6)与表 3 的

(4)、(6)也说明股权投资和无形资产投资只和短期的财务柔性显著相关,和债务柔性储备无相关关系,这和(3)、(5)的结果基本一致,也能证明 H1 的合理性,而针对表 4(2)即固定资产投资 PPEINV 与债务柔性储备的显著正相关($p < 0.05$),与 H2、H2.2 基本一致,这体现了固定资产投资和另两类投资的差异,固定资产投资对于财务柔性储备(包括现金柔性储备和债务柔性储备)的相关性相比于当期财务柔性虽然稍微减弱,但就三类资本投向之间的对比,固定资产投资对于债务柔性储备的相关性高于股权投资和无形资产类投资其次是无形资产投资;对比分析(1)和(2)可得出固定资产投资与债务柔性储备的相关性高于现金柔性储备,证明了 H2.1。

表 4 资本投向与现金柔性储备及债务柔性储备的回归结果(N = 6651)

变量	PPEINV(1)	PPEINV(2)	ShareINV(3)	ShareINV(4)	INTANINV(5)	INTANINV(6)
截距项	-11.21 *** (-12.90)	-7.926 *** (-5.85)	-5.439 *** (-15.75)	5.384 *** (-10.33)	-27.94 *** (-4.98)	-27.64 *** (-3.40)
CFRS	0.0150 (0.97)		-0.0272 *** (-4.43)		-0.118 (-1.19)	
LFRS		0.176 ** (2.21)		-0.0336 (-1.09)		-0.511 (-1.06)
SIZE	0.518 *** (14.08)	0.429 *** (8.23)	0.260 *** (17.77)	0.258 *** (12.86)	1.175 *** (4.89)	1.608 *** (5.02)
LEV	-0.254 (-1.34)	-0.616 *** (-2.59)	-0.333 *** (-4.41)	-0.266 *** (-2.90)	2.330 * (1.82)	1.936 (1.31)
Q	-0.0184 (-1.38)	-0.0813 *** (-4.64)	0.0446 *** (8.41)	0.0343 *** (5.08)	-0.0300 (-0.35)	-0.0652 (-0.60)
GLFL	-0.868 *** (-4.84)	-1.409 *** (-5.56)	-0.0434 (-0.61)	0.117 (1.20)	0.857 (0.70)	-1.828 (-1.09)
StaSR	0.535 *** (6.10)	0.427 *** (3.44)	0.0822 ** (2.36)	0.108 ** (2.26)	0.590 (1.06)	-0.301 (-0.41)
Nwc	-0.0387 (-0.21)	-0.0263 (-0.12)	0.157 ** (2.15)	0.194 ** (2.23)	2.803 ** (2.30)	2.131 (1.50)
Cfratio	-0.121 (-0.73)	-0.00988 (-0.05)	-0.0559 (-0.85)	-0.101 (-1.25)	1.763 (1.61)	0.530 (0.41)
NonAR	1.300 *** (6.52)	0.764 *** (3.04)	0.0839 (1.06)	0.195 ** (2.01)	4.662 *** (3.58)	4.466 *** (2.88)
ManSR	0.0133 (0.02)	-0.197 (-0.25)	-0.0192 (-0.07)	-0.835 *** (-2.80)	-0.325 (-0.08)	-1.452 (-0.33)
Lag_ ROA	0.749 *** (3.33)	0.203 (0.69)	-0.156 * (-1.75)	-0.201 * (-1.76)	4.372 *** (2.94)	2.727 (1.48)
年度(行业)	控制	控制	控制	控制	控制	控制
R ² _adj	0.0629	0.0655	0.0563	0.121	0.155	0.213
F	11.42	11.34	11.93	8.185	4.873	3.657

3. 同时存在两种财务柔性(储备)情况下资本投向与财务柔性(储备)的关系

表 5 中模型(1)、(3)、(5)是在同时存在现金柔性和债务柔性时三类资本投向与财务柔性的回归结果,固定资产投资 PPEINV、无形资产投资 INTANINV 与现金柔性 CF 和债务柔性 LFF 的相关系数仍然都显著为正,而现金柔性和债务柔性的交乘项系数都为负,但不显著,说明同时存在现金柔性和债务柔性时二者对固定资产和无形资产类投资的影响仍然比较稳健,不存在替代效应,且债务柔性对两类投资的影响大于现金柔性大。对于股权类投资,现金柔性和债务柔性对股权投资仍然基本没有影响,现金柔性和债务柔性的交乘项系数显著为负($p < 0.01$),现金柔性和债务柔性在股权类投资方面存在替代效应。(2)、(4)、(6)是在同时存在现金柔性储备和债务柔性储备时三类资本投向与财务柔性储备的回归结果,只有(2)中固定资产投资与债务柔性储备仍显著正相关,可见

财务柔性储备与固定资产投资的相关性大于另外两类投资，一定程度上证明了 H2.1。而(2)、(4)、(6)中现金柔性储备和债务柔性储备的交乘项系数虽然都为负，但都不显著，可见现金柔性储备和债务柔性储备对于三类投资不存在显著的替代效应。

表 5 同时存在两种财务柔性(储备)情况下资本投向与财务柔性(储备)的回归结果

变量	PPEINV(1)	PPEINV(2)	ShareINV(3)	ShareINV(4)	INTANINV(5)	INTANINV(6)
截距项	-8.563 *** (-17.96)	-9.829 *** (-6.43)	-4.472 *** (-23.37)	-5.596 *** (-9.40)	-20.39 *** (-6.37)	-31.13 *** (-3.37)
CF	0.0459 *** (3.02)		0.00246 (0.40)		0.244 ** (2.37)	
LFF	0.545 *** (8.12)		-0.00136 (-0.05)		3.541 *** (7.75)	
CF * LFF	-0.00347 (-0.22)		-0.0193 *** (-3.10)		-0.160 (-1.51)	
CFRS		-0.0188 (-0.64)		-0.0103 (-0.91)		-0.0231 (-0.13)
LFRS		0.161 * (1.85)		0.00660 (0.20)		-0.224 (-0.42)
CFRS * LFRS		-0.0305 (-0.59)		-0.0321 (-1.60)		-0.286 (-0.91)
Control	控制	控制	控制	控制	控制	控制
年度(行业)	控制	控制	控制	控制	控制	控制
R ² _adj	0.0611	0.0682	0.0321	0.115	0.109	0.219
F	14.05	10.80	18.47	8.268	7.719	3.365
N	15512	6651	15512	6651	15512	6651

(三)稳健性检验

本文借鉴吴建祥和李秉祥(2014)对于资本投向的确认方式，将企业在一定时期投资总量中各投资用途的构成及其数量比例关系作为资本投向的量化方式^[21]，重新进行上述回归，结果未发生实质性变化。

五、研究结论及对策建议

(一)研究结论

本文针对财务柔性对三类资本投向的影响研究发现现金柔性资源能不同程度地促进三类资本投向。相比于无形资产投资和股权投资，固定资产投资会不仅利用现金柔性还动用长期储备的柔性资源，固定资产投资与财务柔性储备尤其是债务柔性储备的相关关系不会降低，而无形资产投资和股权投资则不同。本期的现金柔性资源的释放多发生在需要进行固定资产和无形资产投资时，且由于固定资产投资对多数企业来说更为频繁，因此现金柔性和无形资产的相关性大于固定资产。无形资产投资和固定资产投资相似，都与债务柔性显著正相关，毕竟无形资产投资与固定资产投资的周期相对都较长。但股权投资和另两类投资性质不同，不论是短期的现金柔性还是长期储备的财务柔性都与股权投资都无显著相关关系，且股权投资的实现并不需要必须同时保持现金柔性和债务柔性，在进行股权投资时二者会相互抑制。虽然现金柔性都不同程度地促进三类资本投资水平的增加，但是真正使得资本投资结构发生变化的是债务柔性。现金柔性资源不论是短期的还是长期的一般不会引起无形资产投资和股权资本投资比重的增加。样本公司应该比较注重通过释放债务柔性来提高无形资产方向投资，短期内尽可能将剩余负债使用完，降低支持股权投向的债务柔性来源。样本公司储

备的现金柔性一般都正向影响固定资产投资,其次是无形资产投资,一般不会正向影响股权投资,但企业长期储备的债务柔性则会选择支持股权投资方向。如果企业同时存在现金柔性和债务柔性,与资本投向(投资比重)相关性较大的是债务柔性及债务柔性储备,尤其是对固定资产投资比重的影响更为显著。

(二)对策建议

本文研究结论可以给企业的财务柔性政策提供相关建议,对于固定资产投资比重较大的公司,应该注重长期储备债务柔性,而有股权投资计划的公司,不需要考虑是否达到或者维持财务柔性状态,因此,固定资产投资比重较低的公司或者固定资产投资计划较少的年份,就可以适当地选择释放财务柔性尤其是债务柔性,不需要一直储备柔性资源。而对于无形资产投资较为频繁的公司,可以不用保持长期的财务柔性储备,有规律地释放财务柔性。如果当期有无形资产投资计划,那么在相应期间适当控制现金流支出节约现金资源就能够在一定程度上支撑无形资产投资的实现,否则也会造成资源浪费,降低现金柔性资源的利用效率。公司同时保持现金柔性和债务柔性在一定程度上并不能够提高固定资产投资和无形资产投资支出,因此无须同时达到两种财务柔性状态。对于固定资产投资或者无形资产投资的公司应该多注重保持债务柔性,固定资产投资比重大的公司应该注重储备财务柔性,而无形资产投资或者股权投资比重较大的公司可以不用达到或者保持财务柔性状态。

参考文献:

- [1] Mayer, Sussman. A New Test of Capital Structure [R]. University of Oxford, 2003.
- [2] Tsyplakov. Investment Frictions and Leverage Dynamics [J]. Journal of Financial Economics, 2008, 89(3): 423 - 443.
- [3] DeAngelo, DeAngelo and Whited. Capital Structure Dynamics and Transitory Debt [J]. Journal of Financial Economics, 2011, 99(2): 235 - 261.
- [4] Maria-Teresa Marchica, Roberto Mura. Financial Flexibility, Investment Ability, and Firm Value: Evidence from Firms with Spare Debt Capacity [J]. Financial Management, 2010, 39(4): 1339 - 1365.
- [5] Lang, L., E. Ofek, and R. Stulz. Leverage, Investment, and Firm Growth [J]. Journal of Financial Economics, 1996, (40): 3 - 29.
- [6] Almeida, H. and Campello, M. Financing Frictions and the Substitution Between Internal and External Funds [J]. Journal of Financial and Quantitative Analysis, 2010, (45): 589 - 622.
- [7] Denis, D. J. Financial Flexibility and Corporate Liquidity [J]. Journal of Corporate Finance, 2011, (17): 667 - 74.
- [8] W. Bessler, W. Drobetz, R. Haller, I. Meier. The International Zero-leverage Phenomenon [J]. Journal of Corporate Finance, 2013, 23(4): 196 - 221.
- [9] D. J. Denis, V. Sibilkov. Financial Constraints, Investment, and the Value of Cash Holdings [J]. Review of Financial Studies, 2010, 23(1): 247 - 269.
- [10] 郝颖, 刘星. 资本投向、利益攫取与挤占效应 [J]. 管理世界, 2009, (5): 128 - 144.
- [11] Justiniano, A., G. Primiceri, and A. Tambalotti. Investment Shocks and the Relative Price of Investment [J]. Review of Economic Dynamics, 2011, (14): 101 - 121.
- [12] Djankov, S., Glaeser, E., La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F. and Shleifer, A. The New Comparative Economics [J]. Journal of Comparative Economics, 2013, (31): 595 - 619.
- [13] 郑立东. 经济政策波动与上市公司现金资源管理政策及效率研究 [D]. 北京: 北京交通大学博士论文, 2016.
- [14] De Long, B., Summers, H. Equipment Investment and Economic Growth [J]. The Quarterly Journal of Economics, 1991, (106): 445 - 502.
- [15] Djankov, S., Glaeser, E., LaPorta, R., Lopez-de-Silanes, F. and Shleifer, A. The New Comparative Economics [J]. Journal of Comparative Economics, 2013, (31): 595 - 619.
- [16] P. Hanouna, A. Sarin, A. C. Shapiro. Value of Corporate Control: Some International Evidence [J]. Social Science Electronic Publishing. [R], 2000.
- [17] M. A. Desai, A. Dyck, L. Zingales. Theft and Taxes [J]. Journal of Financial Economics, 2005, 84(3): 591 - 623.

[18] 郝颖, 李静明. 我国上市公司资本投向分布与结构效率研究——追溯产权控制路径的实证考察 [J]. 经济与管理研究, 2011, (8): 73-81.

[19] 赵静, 郝颖. GDP 竞争动机下的企业资本投向与配置结构研究 [J]. 科研管理, 2013, (5): 102-110.

[20] 张硕, 赵息. 资本投向差异与私利攫取——来自中国上市公司控制权转移的经验证据 [J]. 会计研究, 2016, (12): 44-50.

[21] 吴建祥, 李秉祥. 经理管理防御对企业资本投向影响的实证研究 [J]. 统计与信息论坛, 2014, (11): 65-71.

[22] 胡国柳, 刘向强. 管理者过度自信与企业资本投向的实证研究 [J]. 系统工程, 2013, (2): 121-126.

[23] Dittmar A., Mahrt-Smith J. Corporate Governance and the Value of Cash Holdings [J]. Journal of Financial Economics, 2007, (83): 599-634.

[24] 杨兴全, 张照南, 吴昊曼. 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, 13(5): 61-69.

[25] 董理, 茅宁. 超额现金持有、管理决断权与投资扭曲——财务柔性视角下剩余负债能力的影响效应研究 [J]. 当代经济科学, 2016, 38(2): 94-102.

[26] M. Z. Frank, V. K. Goyal. Capital Structure Decisions: Which Factors Are Reliably Important [J]. Social Science Electronic Publishing, 2009, 38(1): 1-37.

[27] Annalisa Ferrando, Maria-Teresa Marchica Roberto Mura. Financial Flexibility and Investment Ability Across the Euro Area and the UK [J]. European Financial Management, 2017, 23(1): 87-126.

[28] 连玉君, 程建. 投资-现金流敏感性: 融资约束还是代理成本? [J]. 财经研究, 2007, 33(2): 37-46.

The Influence of Financial Flexible Reserve on Capital Allocation

PAN Di¹, MA Yuanju²

- (1. School of Accounting, Zhengzhou University of Aeronautics, Zhengzhou 450046, China;
2. School of Accounting, Capital University of Economics and Business, Beijing 100070, China)

Abstract: This paper focuses on the reserve and release of financial flexible resources of listed companies to investigate how the financial flexibility policy affect different kinds of capital investment. The study finds that the financial flexibility resource promotes the increase of three types of capital allocation to different degrees. Research on the Sample Firms shows that the cash flexible reserves are generally used for fixed asset, while generally not released for the investment of intangible assets. Therefore, companies do not need to reserve the financial flexibility resources when they make the equity investment decision. With the continuous increase of the financial flexibility, enterprises will correspondingly reduce their dependence on internal capital when making investment decisions with the fixed-asset investment as an exception, and the supplementary role of the capital, but as for financial flexibility reserve, especially the long-term reserve of surplus liability will not weaken its role of the capital suppliability flexibility of the long-term reserves, inparticular, with regard to the capital required by the fixed-asset investment, will not be weakened. What's more, the real change of the structure of the capital investment is attributed to the liability flexibility of the financial reserve.

Key words: Financial Flexible Reserve; Capital Allocation; Resource Allocation

(责任编辑: 赵 婧)