

金融生态环境、财务冗余与权益资本成本

——基于经营风险的中介效应

魏 卉(副教授), 姚迎迎

【摘要】以2007~2015年沪深A股非金融行业上市公司为研究样本,结合外部金融生态环境,系统分析并实证检验企业财务冗余对权益资本成本的影响。研究表明:财务冗余与权益资本成本负相关,即企业积累财务冗余资源能够显著降低其权益资本成本;考虑金融生态环境的调节效应,财务冗余对于权益资本成本的降低作用在金融生态环境较为薄弱的地区更为显著;进一步对作用机制的检验表明,经营风险在财务冗余对权益资本成本的影响中发挥了部分中介作用,企业通过积累财务冗余资源,减少外部环境不确定性引发的经营风险,进而降低权益资本成本。研究结论为企业合理制定其财务政策,从而优化外部融资环境带来一定的现实启发。

【关键词】财务冗余; 权益资本成本; 金融生态环境; 经营风险

【中图分类号】F275.3

【文献标识码】A

【文章编号】1004-0994(2019)22-0035-7

一、引言

2019年两会的一大热点话题是“减税降费”,伴随着国家大规模减税的政策推出与落地执行,为实体经济运行“降成本”成为当前政府工作的重中之重。降低作为企业成本重要组成部分的权益资本成本,亦是在经济增长下行压力犹存的现状中,顺应“降成本”趋势,为实体企业减负的重要可行途径。对于企业而言,权益资本成本是在税后盈余所得的基础上对外部投资者的股利支付,权益资本成本增加,企业的可支配内部收益相对减少,从而限制其资本支出规模,有损企业投资效率。由此可见,权益资本成本在企业投资决策中发挥基准作用,降低权益资本成本是实现微观企业价值最大化的重要举措,同时,保持适当的权益资本成本水平,亦有利于发挥投

资对于优化供给结构的关键性作用及提升宏观资本市场的资源配置效率。

权益资本成本作为投资者基于预期风险向企业提出的报酬率要求,受到外部运营环境的重要影响。运营环境中包含的不确定性因素越多,投资者要求的风险补偿越高。在国际市场上,国际竞争愈演愈烈,同时,国内市场前景复杂多变,产品市场竞争激烈,我国企业面临的国际国内经营环境风险骤升。为应对外部环境的不确定性,诸多企业重视在内部积累财务冗余资源以满足其预防性需求。财务冗余的概念最早由学者Myers^[1]于1984年提出,并被其他学者广泛认为是超出企业正常运营所需的流动资金以及无风险的借贷能力,反映了企业财务资源的充裕程度。财务冗余作为企业灵活财务政策的体现,面对动荡源与风险点增多的不利外部环境,不仅能有

【基金项目】国家社会科学基金项目“制度背景、社会责任履行与企业权益资本成本”(项目编号:14BGL040);新疆维吾尔自治区普通高等学校人文社会科学重点研究基地公司治理与管理创新研究中心基金项目“社会资本与企业债务融资研究”(项目编号:XJEDU020113C01);石河子大学青年教师与对口支援高校名师结对子项目(项目编号:SDJDZ201512)

效发挥“环境波动减震”功能,同时以其资金基础助推企业变革与创新,而且利于解决组织内部冲突以提升决策效率,从而有效缓解企业所面临的经营风险。经营风险的变化必然促使投资者调整其预期风险与相应补偿,因而,财务冗余如何作用于权益资本成本不言而喻。

企业作为微观主体,其经营和发展必然会受到外部宏观环境的影响。金融发展环境是影响企业营运情况的重要外部环境。随着经济一体化与金融自由化的推进,我国金融市场建设取得重要进展,但仍存在区域发展不均衡、结构性信贷矛盾突出等问题,影响并制约着微观企业的发展。具备中国本土特色的外部金融环境被我国诸多学者形象地归纳为“金融生态环境”,主要包括政府治理、经济基础、金融市场发展、信用制度与文化建设等方面,反映了企业营运的外部环境。金融生态环境好的地区,往往拥有更高的政府运行效率、更良好的经济形势、更充沛的金融资源以及更健全的信息披露制度^[2],由此带来更为稳定的企业营运环境,进而对财务冗余和权益资本成本之间的关系产生传导作用。

鉴于此,本文结合金融生态环境,深入探究企业财务冗余如何影响权益资本成本。可能的贡献在于:第一,以影响资本市场资源配置效率的权益资本成本作为落脚点,深入研究财务冗余的正面价值效应,对权益资本成本影响因素及财务冗余经济后果的文献作有益补充;第二,从企业外部金融市场与内部财务冗余资源交互作用的宏微观双视角出发,探究两者在对权益资本成本影响中的替代作用,丰富了宏观金融环境作用于企业财务政策及其资本市场后果的微观传导机制的理论依据;第三,针对现有研究结论的分歧,采用中介变量检验方法,从经营风险视角出发,通过理论分析及实证检验探究企业财务冗余影响权益资本成本的作用机理及可能的传导路径,弥补了现有研究中路径检验的不足。

二、理论分析与研究假设

(一)财务冗余与权益资本成本

财务冗余作为企业资金链条松弛程度的重要体现,代表着企业利用自身财务资源应对风险的能力,传递着企业未来投资机会及自身发展质量的相关信息,释放进攻性信号,是外部投资者做出投资决策的重要依据。首先,从财务灵活的角度出发,企业积累一定的流动资产以及多余的借贷能力,可使其在投

资、融资及股利分配等财务政策方面保持一定的灵活性,利于其应对突发不利事件以及把握意外有利投资机会。一方面,企业可通过及时的内部调整,危中取机、化危为机,从而缓解外部环境突变带来的负面冲击,企业储备必要的财务冗余提高了其应对外部经济政策不确定性与市场环境波动的抗风险能力;另一方面,企业持有必要的流动性缓冲,有利于及时把握有利可图的投资机会,优化经营状况^[3]。因而,企业积累财务冗余强化其在动态环境中的调整适应与风险抵御能力,得以保持现金流的持续稳定。

其次,基于资源基础理论,财务冗余意味着多余的现金储备以及外部借款能力,不仅能为企业的产销等商业活动提供充足的财务资源储备,缓解资金不足的经营困境,防止企业陷入资金链断裂及破产的境地,同时亦可助推企业战略变革与创新^[4,5]。得益于充沛的财务资源支撑,企业可以在产品市场竞争中把握更多主动权,具体可通过规模化经营和降低价格推进成本领先战略,或者通过投入资金研发与推广新产品实施差异化战略,从而不断获取并长久保持市场竞争优势,避免陷入经营失败的困境,减少其经营风险。

最后,从组织理论的视角出发,冗余能减少组织内部对项目合理性的质疑,缓解决策冲突与分歧^[6],财务冗余作为组织冗余的重要组成部分,亦促使组织决策效率不断提升,同时避免联盟构建、讨价还价等政治活动,进而保证企业内部正常生产运营活动稳步推进。

综上,财务冗余作为企业重要的资金资源池,在使企业收益保持平稳的同时,亦带来更多的经济利益流入,从而降低经营风险。企业经营风险的降低,意味着支付能力的增强,从而可更好地满足投资者的利益需求,投资者对于未来股利支付的不确定性下降,要求的报酬率随之下降。故而,企业财务冗余能够通过减少经营风险进而降低其权益资本成本。

因此,本文提出如下假设:

假设1:企业财务冗余会降低权益资本成本,即财务冗余与权益资本成本负相关。

(二)金融生态环境、财务冗余与权益资本成本

金融生态环境为包含政府干预程度、经济发展水平、投资者法律保护完善程度、社会信用制度与文化建设程度的综合性指标。区域金融生态环境差异从资金输送、信息交流、风险分散等方面影响运营环境的稳定性,进而作用于财务冗余与权益资本成本

的关系。首先,从资金配置效率视角出发,一方面,金融市场越发达,金融资源越充沛,市场化的信贷资源分配机制就越能为企业提供更为多样的融资渠道,有效缓解企业融资约束^[7],预防资金链断裂的财务风险,财务冗余在维持企业现金流稳定性中发挥的作用相对减弱;另一方面,良好的金融生态环境意味着更为发达的经济基础、更为健全的金融机构监督机制,外部发达的金融市场为企业带来更为高额的投资收益,势必减少其对内部自有资金的需求。相对而言,当金融生态环境较差时,外部资金更不易获得,企业需借助内部财务资源满足其投资需求,财务冗余对于改善企业经营状况的资金支持效应更为明显。

其次,从信息扩散效应的视角出发,在金融生态环境较好的地区,信息披露要求较高,可为投资者的投资决策提供更为丰富的信息来源,且在浓厚的社会信用和文化氛围的影响下,投资者对企业更为信任,信息流通亦更为高效,此时,财务冗余所传递的增量信息相对较少;而在金融生态环境较差的地区,企业营运状况的相关信息不易获得且可靠性差,企业与外部的信息不对称程度较高^[8],更易发生投资者的逆向选择行为,面对外部营运环境的不确定性,企业更需通过保持灵活的财务政策向外部传递有关企业生产运营及支付能力的有利信息,财务冗余所释放的进攻性信号在稳定投资者信心方面能发挥更为重要的作用。

最后,从风险抵御的视角出发,在蓬勃发展的金融市场中,企业的资本运作与风险应对能力得以增强,降低了企业外部经营环境的不确定性,提高了对于外部市场冲击的缓冲能力^[9],财务冗余的风险抵御效应在稳定的金融环境中相对减弱;而在金融发展较为滞后的地区,由于无法通过外部金融市场发挥储蓄转化和风险分散功能,市场流动性风险增加,管理层风险承担能力较弱,此时,企业往往通过持有更多的可变现资产及有价证券来满足其预防性动机,财务冗余在应对外部负面冲击方面的积极作用更为凸显。

综上,良好的金融生态环境可有效保证企业营运环境的稳定性,降低经营风险,在财务冗余与权益资本成本的关系中发挥一定的挤出效应;而当金融生态环境较差时,为应对信贷歧视、金融错配等市场缺陷,企业更需持有内部流动性资金以及保持灵活的财务杠杆,通过财务冗余减少外部不利金融环境因素对于生产运营的制约,进而降低投资者风险溢

价。由此可见,外部金融生态环境与企业内部财务冗余在对权益资本成本的影响中存在一定的替代效应,即财务冗余对于权益资本成本的降低作用对于处在金融生态环境更差地区的企业而言效果更为明显。

因此,本文提出如下假设:

假设2:金融生态环境与财务冗余的交互作用对于降低权益资本成本存在替代效应,即处于金融生态环境较差地区的企业,其财务冗余更能降低权益资本成本。

三、研究设计

(一)样本选择和数据来源

本文的研究对象为沪深两市A股上市公司,样本期间为2007~2015年,并依次剔除以下样本:①ST、*ST类公司;②金融行业公司;③考察特征变量数据全部缺失的企业。最终得到的样本量为6204个。同时,对样本连续变量进行前后各1%的Winsorize处理以排除极端值的影响,所用财务数据主要来自国泰安数据库,采用Stata14进行统计及实证分析。

(二)变量定义和模型构建

1. 被解释变量:权益资本成本。权益资本成本的衡量模型包括事前测度模型(GLS模型、OJ模型、ES模型等)与事后测度模型(CAPM模型、FFM模型、APT模型等),本文选用事前测度模型中的OJ模型,其在适用性与模型测度效果方面均优于其他模型。根据Ohlson等^[10]的衡量方法,OJ模型的具体计算公式如下:

$$KOJ = A + \sqrt{A^2 + \frac{FEPS_{T+1}}{P_T} [g_2 - (y - 1)]} \quad (1)$$

$$A = \frac{1}{2} \left[(y - 1) + \frac{D_{T+1}}{P_T} \right] \quad (2)$$

$$g_2 = \frac{FEPS_{T+2} - FEPS_{T+1}}{FEPS_{T+1}} \quad (3)$$

其中,模型中的长期增长率 y 以当年的通货膨胀率替代, P_T 代表第 t 期股价, D_{T+1} 代表第 $t+1$ 期每股股利,并以实际每股增长率替代预期的短期增长率,即以第 $t+1/t+2$ 期实际每股收益代替 $FEPS_{T+1}/FEPS_{T+2}$ 。

2. 解释变量。

(1)财务冗余(Financial Slack):借鉴Cleary^[11]、毕晓方等^[12]的研究思路,以企业持有的财务资源超过行业均值的部分作为其财务冗余量,具体采用[(货币资金+交易性金融资产+0.7×应收票据净额+

0.7×应收账款净额+0.5×存货净额-短期借款)/资产总额]超过所在行业均值的数量作为企业财务冗余的衡量指标。该指标考虑了财务冗余的行业特性及超额属性,并且将流动性资产及无风险借贷能力均包括在内,具备一定的综合性。

(2)金融生态环境(Financial Ecological Environment):借鉴潘俊等^[13]对金融生态环境的研究思路,选用《中国地区金融生态环境报告》中报告的我国各地区金融生态环境综合指数衡量金融生态环境。借鉴现有学者的普遍做法,对于金融生态环境数据缺失的年份,采用上年度数据代替。

3. 控制变量。变量的具体定义见表1。

变量名称	变量符号	变量说明
权益资本成本	KOJ	由OJ模型计算得来
财务冗余	FS	[(货币资金+交易性金融资产+0.7×应收票据净额+0.7×应收账款净额+0.5×存货净额-短期借款)/资产总额]-所在行业年度均值
金融生态环境	FEE	选用《中国地区金融生态环境报告》中报告的各地区金融生态环境综合指数
公司规模	Size	公司总资产的自然对数
财务杠杆	Lev	负债/总资产
盈利水平	Roa	净利润/总资产
Beta系数	Beta	股票市场系统性风险
总资产周转率	TAT	主营业务收入/平均资产总额
产权性质	Sta	虚拟变量,国有企业取1,非国有企业取0
行业	Industry	行业虚拟变量,按证监会的分类代码设置,制造业取2位,其他行业取1位
年度	Year	年度虚拟变量,共设置8个年度虚拟变量

4. 模型构建。

$$KOJ = \beta_0 + \beta_1 FS + \sum Controls + \varepsilon \quad (4)$$

构建模型(4)用于检验财务冗余(FS)与权益资本成本(KOJ)的关系,通过观察 β_1 的正负,判断财务冗余对于权益资本成本是增加还是降低的作用。

$$KOJ = \beta_0 + \beta_1 FS + \beta_2 FEE + \beta_3 FS \times FEE + \sum Controls + \delta \quad (5)$$

在模型(4)的基础上,加入金融生态环境(FEE)及财务冗余与金融生态环境的交叉项($FS \times FEE$),检验金融生态环境的调节效应,通过观察 β_1 的正负,判断金融生态环境对于财务冗余和权益资本成本之间关系的调节效应是强化抑或削弱。

四、实证结果与分析

(一)描述性统计

主要变量的描述性统计结果如表2所示。

变量	N	mean	sd	min	p25	p50	p75	max
KOJ	6204	0.141	0.092	0.024	0.076	0.117	0.176	0.479
FS	6204	-0.021	0.196	-0.741	-0.155	-0.026	0.107	0.834
FEE	6204	0.506	0.089	0.361	0.402	0.553	0.602	0.602
Size	6204	22.060	1.337	17.470	21.130	21.890	22.800	28.500
Lev	6204	0.489	0.207	0.007	0.330	0.496	0.646	1
Roa	6204	0.034	0.129	-1.013	0.009	0.028	0.056	7.696
Beta	6204	1.106	0.244	-4.765	0.971	1.125	1.254	1.915
TAT	6204	0.489	0.333	0.006	0.245	0.407	0.646	2.385
Sta	6204	0.557	0.497	0	0	1	1	1

权益资本成本(KOJ)的最小、最大值分别为0.024与0.479,表明上市公司间权益资本成本水平参差不齐;财务冗余(减行业均值)(FS)占总资产比重的均值为-0.021,中位数为-0.026,由此可见,有相当数量上市公司的财务冗余资源低于行业平均水平,同时,财务冗余的最大值达0.834,说明不同上市公司积累的财务冗余资源差距较大;此外,金融生态环境(FEE)的均值为0.506,表明我国的金融生态环境建设已取得了一定进展,且其最小、最大值分别为0.361与0.602,表明各地区的金融生态环境存在一定差异,会对区域间企业生产运营环境产生一定的影响。

(二)单变量检验

财务冗余(FS)与权益资本成本(KOJ)的单变量检验如表3所示。

		N	KOJ
Panel A: 均值			
FS < Mean	(1)	3172	0.1562
FS ≥ Mean	(2)	3032	0.1250
Different	(1)-(2)		0.0312***
Panel B: 中位数			
FS < Median	(1)	3102	0.1563
FS ≥ Median	(2)	3102	0.1255
Different	(1)-(2)		0.0308***

注:***表示在1%的水平上显著。下同。

不论是以财务冗余(FS)的均值还是中位数为界进行分组,财务冗余较低组的权益资本成本(KOJ)均高于财务冗余较高组,且这种差异均在1%

的水平上显著,初步佐证了财务冗余与权益资本成本的负相关关系。

(三)回归分析

财务冗余(FS)与权益资本成本(KOJ)的回归结果如表4第(1)列所示:FS与KOJ的回归系数为-0.0609,且在1%的水平上显著,说明财务冗余能显著降低企业权益资本成本,财务冗余越多,投资者要求的风险报酬率越低。假设1得到验证。

表4 金融生态环境、财务冗余与权益资本成本的回归结果

变量	(1)	(2)	(3)
	KOJ	KOJ	KOJ
FS	-0.0609*** (-10.2577)		-0.1943*** (-5.9204)
FEE		-0.0452*** (-3.3508)	-0.0307** (-2.2889)
FS×FEE			0.2203*** (3.4739)
Size	-0.0050*** (-4.1472)	0.0077*** (7.6320)	0.0072*** (7.2396)
Lev	0.0272*** (17.7698)	0.1104*** (17.7896)	0.0897*** (13.3669)
Roa	-0.0875*** (-6.4766)	-0.0740*** (-8.4320)	-0.0512*** (-5.8364)
Beta	-0.0166*** (-3.2170)	-0.0153*** (-2.8769)	-0.0158*** (-3.0197)
TAT	-0.0058 (-1.3590)	-0.0059 (-1.3226)	-0.0049 (-1.1280)
Sta	0.0009 (0.3809)	0.0058** (2.3355)	0.0038 (1.5809)
Constant	0.2550*** (9.6932)	0.0352 (1.4698)	0.0349 (1.4776)
Industry/Year	控制	控制	控制
N	6204	6204	6204
R ²	0.1615	0.0848	0.1142
F	35.3563	18.4123	23.8479

注:***、**分别表示在5%、10%的水平上显著,括号中为T值。下同。

金融生态环境(FEE)对于财务冗余与权益资本成本之间关系的调节效应如表4第(3)列所示,FS与FEE的交叉项FS×FEE与KOJ在1%的水平上显著正相关,说明金融生态环境弱化了财务冗余与权益资本成本的负相关关系。外部金融生态环境与内部财务冗余资源在对权益资本成本的影响中存在一定的替代效应。在外部金融生态环境较差时,企业内部财务资源能够应对市场缺陷,发挥传递信息、缓解融资约束的作用,削弱企业经营风险,达到降低权益资本

成本的目的。假设2得到验证。

(四)作用机制检验

前文的回归结果表明,财务冗余能够降低权益资本成本,根据假设1的理论推导,经营风险可能是导致该关系的作用机制。基于此,进一步对财务冗余作用于权益资本成本的内在机理进行实证检验。

借鉴温忠麟等^[14]检验中介效应的方法,在模型(4)的基础上,进一步建立模型(6)与模型(7)用于检验经营风险的中介效应,第一步,判断模型(4)中的系数 β_1 是否显著,用以检验财务冗余与权益资本成本的关系;第二步,判断模型(6)中解释变量与中介变量的回归系数 β_{11} 是否显著,以检验财务冗余是否影响经营风险;第三步,判断模型(7)中中介变量与被解释变量的系数 β_{21} 是否显著,用于检验财务冗余对于权益资本成本的影响是否通过经营风险的传导作用实现。若第二步和第三步中两个系数都显著,则中介变量的传导作用成立。

$$\text{Risk}=\beta_1+\beta_{11}\text{FS}+\sum \text{controls}+\delta \quad (6)$$

$$\text{KOJ}=\beta_1+\beta_{11}\text{FS}+\beta_{21}\text{Risk}+\sum \text{controls}+\delta \quad (7)$$

其中,对于经营风险,借鉴廖理等^[15]的思路,以主营业务收入的标准离差率(标准差除以均值)作为衡量指标。

财务冗余(FS)作用于权益资本成本(KOJ)的路径检验如表5所示:第(1)列中,FS和KOJ显著负相关,同前文结论一致;第(2)列中,Risk与FS的回归系数在1%的水平上显著为负,证实企业积累财务冗余资源能够有效应对外部环境波动的不利冲击、助推革新、促进组织内部冲突解决来维持运营环境的稳定性,进而削弱企业的经营风险;第(3)列中,Risk与KOJ在1%的水平上显著正相关,说明经营风险会影响投资者的风险预期,进而增加权益资本成本。FS与KOJ依然在1%的水平上显著负相关,且其系数的绝对值相对于第(1)列有所下降,表明经营风险在财务冗余和权益资本成本的关系中发挥了部分中介作用,企业的财务冗余资源愈充足,愈能抵御经营风险,投资者要求的风险报酬率愈低,权益资本成本也就愈低。

(五)稳健性检验

1. 变量替换。

(1)替换权益资本成本的衡量指标:采用事前测度模型中的ES模型来衡量上市公司的权益资本成本,回归结果如表6第(1)列所示,研究结论同前文一致。

表 5 财务冗余影响权益资本成本的作用机制检验

变量	(1)	(2)	(3)
	KOJ	Risk	KOJ
FS	-0.0609*** (-10.2529)	-0.3069*** (-28.6491)	-0.0451*** (-7.1644)
Risk			0.0512*** (7.2098)
Size	-0.0050*** (-4.1605)	0.0230*** (10.6074)	-0.0062*** (-5.1153)
Lev	0.0272*** (17.7613)	0.0699*** (25.3048)	0.0236*** (14.7250)
Roa	-0.0875*** (-6.4745)	-0.2429*** (-9.9590)	-0.0751*** (-5.5319)
Beta	-0.0167*** (-3.2248)	-0.0253*** (-2.7108)	-0.0154*** (-2.9849)
TAT	-0.0058 (-1.3487)	0.0203*** (2.6208)	-0.00680 (-1.5968)
Sta	0.0012 (0.4879)	0.0241*** (5.5948)	-0.000100 (-0.0293)
cons	0.0109 (1.4266)	0.0135 (0.9807)	0.0102 (1.3415)
N	6066	6066	6066
R ²	0.1615	0.451	0.169
F	35.3595	147.7	36.12

(2) 替换财务冗余的衡量指标: 借鉴 Lee^[16]、刘端等^[5]的研究思路, 将财务冗余细分为可利用财务冗余 (Available Slack) 与潜在财务冗余 (Potential Slack), 分别用流动比率 (流动资产/流动负债) 与产权比率的倒数 (所有者权益/负债) 进行衡量, 并且同权益资本成本 (KOJ) 进行回归, 结果如表 6 第 (2) 列及第 (3) 列所示, 仍证实财务冗余与权益资本成本之间呈负相关关系。

表 6 稳健性检验: 变量替换

变量	(1)	(2)	(3)
	ES	KOJ	KOJ
FS	-0.0476*** (-8.0457)		
AS		-0.0012*** (-4.5648)	
PS			0.0006** (2.2525)
Controls	控制	控制	控制
cons	0.0460** (2.0485)	0.2643*** (10.3322)	0.0836*** (3.7230)
Industry/Year	控制	控制	控制
N	6963	6866	7032
R ²	0.1296	0.1492	0.1321
F	30.6078	35.4095	31.5831

2. 内生性检验。前文的实证结果表明, 财务冗余能够降低企业权益资本成本, 然而, 财务冗余与权益资本成本亦可能存在一定的反向因果关系, 即权益资本成本较低的企业更易从股票市场融得更多资金, 以权益融资满足其正常生产运营需求, 企业可能更有能力储备更多的自由现金以及保持较低的资产负债率, 故而带来更高的财务冗余量。本文采用以下方法排除内生性问题的影响。

(1) 工具变量法: 选取年度行业财务冗余均值 (FS_mean) 作为财务冗余 (FS) 的工具变量, 运用两阶段最小二乘法 (2SLS) 进行相关检验。如表 7 第 (1)、(2) 列所示, 一阶段检验中, 工具变量 FS_mean 与自变量 FS 显著正相关, 且通过弱工具变量检验及过度识别检验, 表明所选取工具变量合理有效; 二阶段检验中, FS 与 KOJ 在 1% 的水平上显著负相关。综上可知, 财务冗余与权益资本成本的负相关关系不受内生性问题影响。

(2) 自变量滞后一期: 如表 7 第 (3) 列所示, 选取滞后一期的财务冗余 (lagFS) 作为自变量, 其与权益资本成本的回归系数为 -0.0179, 且在 5% 的水平上显著, 表明滞后一期的财务冗余亦可有效降低权益资本成本, 再次排除了财务冗余 (FS) 与权益资本成本 (KOJ) 之间的反向因果关系。

表 7 内生性检验

变量	(1)	(2)	(3)
	FS	KOJ	KOJ
	2sls-one	2sls-two	
FS		-0.1720*** (0.0222)	
FS_mean	0.9198*** (0.0423)		
lagFS			-0.0179** (-2.1674)
Controls	控制	控制	控制
Constant	-0.1636*** (0.0418)	0.0678*** (0.0223)	-0.0248 (-0.7864)
Industry/Year	控制	控制	控制
N	6835	6835	2855
R ²	0.2204	0.038	0.1243
过度识别检验			
P-value		0.00	
弱工具变量检验			
Robust F-statistic	473.495		
F-statistic p-value	0.00		

注: 第 (1)、(2) 列括号中为标准差, 第 (3) 列括号中为 T 值。

五、结论与建议

本文以沪深股市 2007~2015 年非金融行业上市公司为研究样本,考虑企业外部金融生态环境的差异,实证检验企业内部财务冗余对权益资本成本的影响及其作用路径。研究发现:第一,财务冗余与权益资本成本显著负相关;第二,金融生态环境在财务冗余与权益资本成本的关系中发挥了负向调节作用,即金融生态环境会弱化财务冗余与权益资本成本的负相关关系;第三,经营风险是财务冗余影响权益资本成本的中介变量,即财务冗余可通过削弱企业的经营风险这一路径降低权益资本成本。一系列稳健性检验表明,本文主要研究结论不受变量度量方式及内生性问题的影响。

本文的研究结论在为财务冗余的正面价值效应提供更多经验证据的同时,亦为相关主体有针对性地改善其决策行为带来了一定的现实启发。首先,针对财务冗余的积极效应,企业可通过合理安排其财务政策引致资本市场正向反应。在风云变幻的市场环境中,企业应合理配置财务冗余资源以规避经营风险,通过持有适当的流动性现金以及降低杠杆率来增强对外部环境不确定性的抵御能力,达到降低权益资本成本的目的。其次,经营风险与企业成败息息相关。企业应积极防范并适当披露经营风险,以增强投资者信心并为之提供更多的决策依据,投资者在进行投资时亦需重点关注企业内外部财务资源的充裕程度,以有效规避投资风险,获取更多投资收益。最后,金融生态环境建设对于企业营运环境的稳定与否至关重要。外部市场监管者应进一步打造多渠道融资平台,同时推动政府治理、信用文化建设、投资者法律保护等金融生态环境要素协同发展。通过完善外部金融生态环境与积累内部财务冗余资源双管齐下,降低企业权益资本成本,以期提升企业在资本市场进行融资的能力。

主要参考文献:

- [1] Myers S. C.. The capital structure puzzle[J]. Journal of Finance, 1984(3): 574~592.
- [2] 李扬,张涛. 中国地区金融生态环境评价(2008~2009)[M]. 北京:中国金融出版社,2009:1~201.
- [3] 姚晓林,李井林,梁雯. 技术内部董事、财务冗余与研发投入——来自中国高新技术企业的经验证

据[J]. 科学决策,2018(6):21~40.

- [4] 毕晓方,翟淑萍,姜宝强. 政府补贴、财务冗余对高新技术企业二元创新的影响[J]. 会计研究, 2017(1):46~52.
- [5] 刘端,王雅帆,陈收. 财务冗余对企业竞争战略选择的影响——基于中国制造业全行业实证数据[J]. 系统管理学报,2018(2):208~218.
- [6] Cheng J. L. C., Kesner I. F.. Organizational slack and response to environmental shifts: The impact of resource allocation patterns [J]. Journal of Management, 1997(1):1~18.
- [7] 马红,侯贵生. 金融集聚能促进企业的实业投资吗?——基于金融生态环境和要素拥挤理论的双重视角[J]. 现代财经:天津财经大学学报,2018(8):3~15.
- [8] 邓建平,曾勇. 金融生态环境、银行关联与债务融资——基于我国民营企业的实证研究[J]. 会计研究,2011(12):33~40.
- [9] Ran D.. Cash holdings and corporate diversification [J]. The Journal of Finance, 2010(3): 955~992.
- [10] Ohlson J., Juettner Nauroth B.. Expected EPS and EPS growth as determinants of value [J]. Review of Accounting Studies, 2005(10): 349~365.
- [11] Cleary S.. The relationship between firm investment and financial status [J]. Journal of Finance, 1999(2):673~692.
- [12] 毕晓方,翟淑萍,何琼枝. 财务冗余降低了企业的创新效率吗?——兼议股权制衡的治理作用[J]. 研究与发展管理,2017(2):82~92.
- [13] 潘俊,王亮亮,沈晓峰. 金融生态环境与地方政府债务融资成本——基于省级城投债数据的实证检验[J]. 会计研究,2015(6):34~41.
- [14] 温忠麟,张雷,侯杰泰等. 中介效应检验程序及其应用[J]. 心理学报,2004(5):614~620.
- [15] 廖理,廖冠民,沈红波. 经营风险、晋升激励与公司绩效[J]. 中国工业经济,2009(8):119~130.
- [16] Lee S.. How financial slack affects firm performance: Evidence from us industrial firms [J]. Journal of Economic Research, 2011(16): 1~27.

作者单位:石河子大学经济与管理学院,新疆石河子 832000