

货币供给约束下债务异质性的企业投资效率的影响研究

许榛铄

(湖南大学, 湖南省长沙市, 410006)

摘要: 本文通过使用 2015 年-2020 年的中国 A 股上市公司中 13236 个样本数据作为研究对象, 分别以债务结构异质性、债务来源异质性与债务新旧异质性为解释变量。研究发现: 1、债务结构、来源及新旧异质性都会对企业的非效率投资行为产生缓解作用, 但货币供给约束下债务异质性的企业整体非效率投资行为不产生显著的影响; 2、债务结构异质性会缓解企业的过度投资, 但宽松的货币供给约束会增强该影响情况。债务结构异质性会缓解企业的投资不足, 宽松的货币供给约束会增强该影响情况; 3、债务来源异质性会缓解企业的过度投资, 但宽松的货币供给约束会增强该影响情况。债务来源异质性会缓解企业的投资不足, 宽松的货币供给约束会增强该影响情况。

关键词: 货币供给; 债务异质性; 投资效率

中图分类号: F830.59

文献标识码: A

一、研究背景及意义

近年来, 随着我国供给侧改革成效逐步显现, 我国企业投融资环境正式迈入新阶段。根据海通证券研究所数据显示, 2005 年 3 月末 (即沪深 300 指数编制初期), 沪深 300 指数成分股总市值仅为 2 万亿元, 流通市值仅 5934 亿元, 而到 2021 年 4 月末, 沪深 300 指数成分股总市值已经超过 48 万亿元, 这说明近 16 年来: A 股市场规模和流动性综合排名前 300 的股票总市值增长了近 23 倍, 中国上市公司的总资产规模日渐增加, 公司从资本市场上能获得的资金量也愈发庞大, 过多的资金影响了企业的投资行为, 从而导致了众多过度投资现象的出现, 企业投资效率问题也引起了国内外众多学者的关注。

同时, 西方主流资产结构理论也存在一定的局限性在债务融资的选择上, 主流的观点认为: 企业债务时可以帮助企业来突破企业所有者本身的所具备的财富的约束、有利于企业借助合理的财务杠杆来提高自身收益水平和通过“税盾”作用带来税收的减免优惠等优势。但是, 西方经典选择理论中暗含的一条重要假说便是: 债务同质化假说^[1]。西方主流理论大多数关注的是企业进行负债过程中对负债的最优比例以及影响其负债选择的因素, 其隐含着所有债务不具备较大差异的假设, 实际上这一个假设并不与事实相符, 与中国企业债务的情况也有着很大的差异。

因此, 研究我国货币供给约束下债务异质性的企业投资效率的影响情况, 可以为中国企业债务融资选择提供一定的指导, 为政府及企业在不同经济环境下的货币政策及投融资政策选择提供一定的经验借鉴。

二、文献回顾与研究假设

(一) 文献综述

目前, 国内债务异质性的研究主要从债务异质性的原因以及债务异质性的对投资效率所存在的影响两方面进行展开研究:

在债务异质性的原因方面, 自 1984 年梅耶 (Mayer)^[2]提出优序融资理论 (The Pecking order Theory) 以来, 西方主流学者一致认为, 企业融资应优先使用内源融资, 其次为债权融资, 最后为股权融资, 这一理论与西方国家主要事实相符。然而这理论与中国的国内事实情况则存在较大的差距, 屈耀辉和傅元略 (2007)^[3]研究表明: 中国上市公司的分类分析数据实证结果并不能支持优序融资理论及股权偏好理论, 盛明泉和李昊 (2010)^[4]的研究结果也产生了类似的结果。李心合 (2014)^[5]等人认为这是因为中国企业经营性负债的规模较大, 中国企业对内融资占比仅为 15%左右, 但是国外企业对内融资占比超过 45%, 中国企业因

为经营性负债融资成本低且风险也较低，会成为中国企业的的首选融资方式，其次是具有长期性、低成本、低风险、高声誉、高信用的上市融资，最后，才是发行较为困难且发行条件极为苛刻的金融性债务融资。正因为中国企业经营性负债和金融性负债两类债务具有较大的异质性，这动摇了西方融资结构选择理论的基本假设，所以基于债务异质性假说下，主流的有序融资理论和资本选择权衡理论都应该根据中国实际进行改良与修正。

在债务异质性对投资效率的影响方面，中国诸多学者逐渐接受了债务异质性的现象，并对债务异质性对企业投资所存在的影响做了诸多研究。胡建雄和谈咏梅（2015）^[6]、胡建雄和茅宁（2015）^[7]突破传统债务同质性假设，从债务异质性的角度进行实证分析，分析研究表明：债务的期限异质性会促使企业进行过度投资，但是企业的债务的来源的异质性却产生相反的作用，其可以抑制企业的过度投资行为。魏群（2018）^[8]则选取 2007 到 2016 年沪深 A 股上市数据，通过实证分析发现：商业信用、短期借款和长期借款三种不同期限、特征的具有一致性的债务会对非效率投资产生差异化的影响。无论在过度投资还是投资不足方面，商业信用都能产生有效的抑制作用。而短期借款主要抑制过度投资的行为难以对投资不足产生影响。此外，长期借款则产生相反的作用，长期借款会加剧过度投资及投资不足的行为的产生。徐晨阳和王满（2019）^[9]则通过研究 2009 到 2016 年沪深两市 A 股发现：债务的异质性能很好的提升企业的创新效率，优化企业的创新投资。胡文卿和左拙人（2020）^[10]则使用 2000 年到 2015 年沪深 A 股中的主板上市公司数据作为样本，并从货币政策和税收两个角度对债务异质性及企业投资效率的关系进行实证研究，其中其货币政策方向主要研究同业拆借变化情况，即从利率变化的角度进行影响分析，最后实证结果发现：债务来源异质性指数与企业投资指标之间存在明显的负相关关系，从而提高企业的投资效率。

（二）研究假设

对于投资不足的企业而言，管理层态度较为谨慎，相对于代理成本更为低廉的短期债务，长期债务的提升在降低资金期限错配风险的时候也会因为融资期限变长而增加投资的机会成本，在具有促进作用的同时也具有一定的抑制作用。此外，近年来货币供给的上升的效果并不一定对投资效率产生显著作用，在稳健的货币政策下，企业更倾向于优化现有债务结构而非新增债务，故宽松的货币供给可能会通过降低利率削弱债务机构及来源异质性对过度投资或投资不足的影响，但不会通过影响债务的新旧异质性来增强过度投资或投资不足。本文有以下四个假设：

假设 1：债务结构异质性会缓解企业的过度投资，但宽松的货币供给约束会增强该影响情况。债务结构异质性会缓解企业的投资不足，宽松的货币供给约束会增强该影响情况。

假设 2：债务来源异质性会缓解企业的过度投资，但宽松的货币供给约束会增强该影响情况。债务来源异质性会缓解企业的投资不足，宽松的货币供给约束会增强该影响情况。

假设 3：债务新旧异质性会缓解企业的过度投资，但宽松的货币供给约束不会削弱该影响情况。债务新旧异质性会缓解企业的投资不足，但宽松的货币供给约束不会加强该影响情况。

具体假设情况如表 3.2 所示：

表 1 货币供给约束下债务异质性对非效率投资的差异化影响假设表

	假设 1 债务结构异质性	假设 2 债务来源异质性	假设 3 债务新旧异质性
债务异质性对过度投资的影响	缓解	缓解	缓解

货币供给对过度投资的影响	促进	促进	促进
货币约束下债务异质性的影响	加强缓解	加强缓解	不显著
债务异质性对投资不足的影响	缓解	缓解	缓解
货币供给对投资不足的影响	缓解	缓解	缓解
货币约束下债务异质性的影响	加强缓解	加强缓解	不显著

三、研究设计

(一) 样本选择与数据来源

为了研究近年来货币供给约束对投资效率的影响研究,本文选取 2015 年-2020 年的中国 A 股上市公司作为研究样本,这段时间的数据能较好地涵盖 2015 年供给侧改革及货币政策创新后的新货币政策时期,中国政府采取了多样化的货币供给措施能为本文提供丰富的研究情况。同时,为了样本更加符合现实情况,本文剔除金融行业和受到特殊警示的 ST 及 PT 企业,对连续变量两端进行上下 2%分位数和 98%分位数的删除处理,降低异常值对回归结果的影响;最后,对于存在缺失及数据存在较大的偶然性的上市公司样本进行剔除。本文数据均来源于国泰安数据库及 WIND 数据库。最终,本文获得 13236 个上市公司样本观测数据,其中投资过度样本数为 6395 个,投资不足样本数为 6841 个,本文使用 EXCEL、R 及 EViews 等软件进行描述性统计及实证回归分析。

(二) 变量选取

1、投资效率测算

在企业投资效率方面,本文根据 Richardson (2006)^[11]框架建立 Richardson 投资效率测算模型如下所示:

$$I_{NEW,t} = \alpha + \beta_1 \frac{V}{P_{t-1}} + \beta_2 Leverage_{t-1} + \beta_3 Cash_{t-1} + \beta_4 Age_{t-1} + \beta_5 Size_{t-1} + \beta_6 Stock Return_{t-1} + \beta_7 I_{New,t-1} + \sum Industry Indicator + \sum Year Indicator$$

其中, V/P 可以使用滞后一期的企业的成长性进行衡量, leverage 为企业滞后一期的杠杆率, Cash 为滞后一期的企业的货币资金, Stock Return 为滞后一期的股票收益率, Inew 为之后一期的新投资额, Industry Indicator 为行业哑变量, Year Indicator 为年度哑变量。

2、货币供给的测算

许坤等人 (2020)^[12]则研究发现: M2 增速中包含一部分 GDP 变化的因素, GDP 的变化包含 GDP 平减指数增长与名义价格增长两部分, M2 增速与 GDP 增速在一定情况下呈现较强的相关关系,适度的 M2 增长水平能促进 M2 增长。故本文最终采用:“货币政策松紧度指标=M2 增速-GDP 不变价增速-CPI”作为最终指标,本文通过年度和季度两个指标综合判断当年货币政策的松紧情况。

3、债务异质性的测算

本文主要采用赫芬达尔—赫希曼指数法 (Herfindahl-Hirschman Index, 简称 HHI) 衡量债务的集中度水平。在债务占比和债务规模方面,债务占比为主要使用方法,债务占比使用相对指标来排除企业规模对投资效率的影响,更能展现债务异质性的影响情况。本文将从债务的结构、来源、新旧异质性四个方向构建债务分散程度和债务占比情况两方面的指标来衡量债务的异质性情况,本文债务异质性指标主要有以下 3 个:

(1) 债务结构异质性分散度指标

债务结构主要按照传统的四分法，分为：商业信用、金融借贷、债务融资及其他债务四种类型。债务结构异质性分散度指标的计算如下：

$$DSH_{i,t} = \frac{4}{3} * \{1 - (CD_{i,t}^2 + ID_{i,t}^2 + BD_{i,t}^2 + OD_{i,t}^2)\}$$

其中，CD 表示对应公司 i 第 t 年的商业信用所占的比例；ID 表示对应公司 i 第 t 年的金融借款所占的比例；BD 表示对应公司 i 第 t 年的金融债券所占的比例；OD 表示对应公司 i 第 t 年的其他负债所占的比例。

(2) 债务来源异质性分散度指标

债务结构主要按照传统的两分法，分为：经营性债务及金融性债务两种类型。债务来源异质性分散度指标的计算如下：

$$DOH_{i,t} = 2 * \{1 - (OPD_{i,t}^2 + FID_{i,t}^2)\}$$

其中，OPD 表示对应公司 i 第 t 年的经营性负债所占的比例；FID 表示对应公司 i 第 t 年的金融性负债所占的比例。

(3) 债务新旧异质性分散度指标

债务结构主要按照传统的两分法，分为：新增债务及旧债务两种类型。本文选取两年负债总额的差值作为新增债务的数量（若新增负债为负数，则新增债务的数额为 0）。债务新旧异质性分散度指标的计算如下：

$$DNH_{i,t} = 2 * \{1 - (NED_{i,t}^2 + OLD_{i,t}^2)\}$$

其中，NED 表示对应公司 i 第 t 年的新增负债所占的比例；OLD 表示对应公司 i 第 t 年的非新增负债所占的比例。

4、控制变量的选择

本文使用股价（SE）、第一大股东持股比例（SP）、第一大股东产权属性（SC）、主营业务增速（GR）、货币资金（CA）、固定资金（FA）和企业总资产（TA）作为控制变量。

综上所述，本文投资效率模型变量情况及描述性统计表如表 2 所示，本文将使用 3 个债务异质性变量进行分别回归，从而探寻债务异质性与企业投资效率的相关性水平。

表 2 投资效率模型变量情况表

项目	变量表示	指标名称	变量含义
投资效率	$I_{i,t}^0$	过度投资	以方程 (3-2) 的正残差
	$I_{i,t}^U$	投资不足	以方程 (3-2) 的负残差
货币供给	$MPI_{i,t}$	货币供给指数	M2 增速-GDP 不变价增速-CPI
债务异质性	$DSH_{i,t}$	债务结构异质性	t 年期末 i 公司的债务结构分散程度
	$DOH_{i,t}$	债务来源异质性	t 年期末 i 公司的债务来源分散程度
	$DNH_{i,t}$	债务新旧异质性	t 年期末 i 公司的债务新旧分散程度
控制变量	$SP_{i,t}$	股权集中度	t 年期末 i 公司第一大股东持股比例 (%)
	$SC_{i,t}$	产权性质	t 年期末 i 公司第一大股东产权属性 (%)
	$SE_{i,t}$	企业股价收益率	t 年 i 公司股票价格收益率 (%)
	$GR_{i,t}$	企业成长性	t 年 i 公司主营业务收入增长率 (%)
	$CA_{i,t}$	货币现金持有量	t 年期末 i 公司货币资金余额 (亿元) 的对数

$FA_{i,t}$	固定资产	t 年期末 i 公司固定资产净额 (亿元) 的对数
$TA_{i,t}$	总资产	t 年期末 i 公司总资产数额 (亿元) 的对数

四、实验结果与分析

(一) 债务异质性与过度投资的实证分析

本文首先检验四种债务来源异质性对企业过度投资的影响情况,如表 3 中模型 (1) - (3) 所示。债务结构异质性对过度投资的影响在置信度水平为 99% 的条件下显著,这说明债务结构的多元化程度的提升能有效缓解企业过度投资的行为;债务来源异质性对过度投资的影响在置信度水平为 99% 的条件下显著,这说明债务来源的多元化程度的提升能有效缓解企业过度投资的行为;债务新旧异质性对过度投资的影响在置信度水平为 99% 的条件下显著,这说明债务新旧的多元化程度的提升能有效缓解企业过度投资的行为。

表 3 债务异质性对企业过度投资的影响实证结果表

	(1)	(2)	(3)
DSH	-0.0400*** (-7.7682)		
DOH		-0.0185*** (-4.3691)	
DNH			-0.0105*** (-3.0438)
MPI	0.0012* (1.7674)	0.0011* (1.7523)	0.0011* (1.7555)
控制变量	控制	控制	控制
样本量	6395	6395	6395
R ²	0.0197	0.0133	0.0118
Prob(F-statistic)	0.0000	0.0000	0.0000

本文对表 3 中显著的回归结果进行进一步回归分析,回归结果如表 4 所示:

如模型 (4) 所示,债务结构异质性对投资效率的影响在置信度水平为 99% 的条件下显著,货币供给对投资效率的影响在置信度水平为 99% 的条件下显著,其交叉项对投资效率的影响在置信度水平为 99% 的条件下显著,说明债务结构的多元化程度的提升能有效缓解企业过度投资的行为,而宽松的货币供给会激励企业的过度投资行为,但也加强债务结构多元化程度的提升带来的企业过度投资缓解效应;如模型 (5) 所示,债务来源异质性对投资效率的影响在置信度水平为 99% 的条件下显著,货币供给对投资效率的影响在置信度水平为 90% 的条件下显著,其交叉项对投资效率的影响在置信度水平为 95% 的条件下显著,说明债务来源的多元化程度的提升能有效缓解企业过度投资的行为,而宽松的货币供给会激励企业的过度投资行为,但也加强债务来源多元化程度的提升带来的企业过度投资缓解效应;如模型 (6) 所示,债务新旧异质性对投资效率的影响在置信度水平为 99% 的条件下显著,货币供给对投资效率的影响不显著,其交叉项对投资效率的影响不显著,说明债务新旧的多元化程度的提升能有效缓解企业过度投资的行为,而宽松的货币供给不会削弱债务新旧多元化程度的提升带来的企业过度投资缓解效应。

表 4 货币供给约束下债务异质性对企业过度投资的影响实证结果表

	(4)	(5)	(6)
--	-----	-----	-----

DSH	-0.0503*** (-8.3056)		
DOH		-0.0241*** (-4.7312)	
DNH			-0.0111*** (-2.6696)
MPI	0.0041*** (2.7688)	0.0028* (1.8142)	0.0001 (1.7398)
交叉项	-0.0074*** (-3.2213)	-0.0040** (-1.9728)	0.0004 (0.2611)
控制变量	控制	控制	控制
样本量	6395	6395	6395
R ²	0.0212	0.0139	0.0118
Prob(F-statistic)	0.0000	0.0000	0.0000

根据表 5 所示, 本文可以明显得到以下结论: (1) 债务结构异质性多样化程度的提高会降低企业过度投资风险, 同时宽松的货币供给会加强这种缓解作用, 假设 1 中的过度投资部分成立; (2) 债务来源异质性多样化程度的提高会降低企业过度投资风险, 同时宽松的货币供给会加强这种缓解作用, 假设 2 中的过度投资部分成立; (3) 债务新旧异质性多样化程度的提高会降低企业过度投资风险, 但宽松的货币供给不会削弱这种缓解作用, 主要原因可能为: 自供给侧改革及去杠杆以来, 大水漫灌式货币供给逐渐退出, 取而代之的是稳健的货币供给目标, 企业对新增债务的使用更加科学谨慎, 过度投资行为日趋减少, 假设 3 中的过度投资部分成立。

表 5 货币供给约束下债务异质性对企业过度投资的影响结果汇总表

	债务结构异 质性	债务来源异 质性	债务新旧异 质性
债务异质性对过度投资的影响	缓解	缓解	缓解
货币供给对过度投资的影响	促进	促进	促进
货币约束下债务异质性的影响	加强缓解	加强缓解	不显著

(二) 债务异质性与投资不足的实证分析

本文通过模型 (7) 到 (9) 检验四种债务来源异质性对企业过度投资的影响情况, 债务结构异质性对投资不足的影响在置信度水平为 99% 的条件下显著, 说明债务结构的多元化程度的提升会有效缓解企业投资的投资不足; 债务来源异质性对投资不足的影响在置信度水平为 95% 的条件下显著, 说明债务来源的多元化程度的提升能有效缓解企业过度投资的行为; 债务新旧异质性对投资不足的影响在置信度水平为 99% 的条件下显著, 说明债务新旧的多元化程度的提升能有效缓解企业过度投资的行为。

表 6 债务异质性对企业投资不足的影响实证结果表

	(7)	(8)	(9)
DSH	0.0368*** (4.0598)		
DOH		0.0175** (2.4158)	
DNH			0.0211*** (3.8471)

MPI	0.0019* (1.8656)	0.0017* (1.7164)	0.0018* (1.7738)
控制变量	控制	控制	控制
样本量	6841	6841	6841
R ²	0.0440	0.0425	0.0438
Prob(F-statistic)	0.0000	0.0000	0.0000

本文对表 6 中显著的回归结果进行进一步回归分析，回归结果如表 7 所示：

如模型（10）所示，债务结构异质性对投资效率的影响在置信度水平为 99%的条件下显著，货币供给对投资效率的影响在置信度水平为 90%的条件下显著，其交叉项对投资效率的影响在置信度水平为 90%的条件下显著，说明债务结构的多元化程度的提升能有效解决企业投资不足的行为，而宽松的货币供给也会缓解企业投资不足的行为，同时也会加强债务结构多元化程度的提升对企业投资不足的提振作用；如模型（11）所示，债务来源异质性对投资效率的影响在置信度水平为 99%的条件下显著，货币供给对投资效率的影响在置信度水平为 95%的条件下显著，其交叉项对投资效率的影响在置信度水平为 90%的条件下显著，说明债务来源的多元化程度的提升能有效解决企业投资不足的行为，而宽松的货币供给也会缓解企业投资不足的行为，同时也会加强债务结构多元化程度的提升对企业投资不足的提振作用；如模型（12）所示，债务新旧异质性对投资效率的影响在置信度水平为 99%的条件下显著，货币供给对投资效率的影响不显著，其交叉项对投资效率的影响不显著，说明债务新旧的多元化程度的提升能有效解决企业投资不足的行为，而宽松的货币供给却不加强债务新旧多元化程度的提升对企业投资不足的提振作用。

表 7 货币供给约束下债务异质性对企业投资不足的影响实证结果表

	(10)	(11)	(12)
DSH	0.0426*** (3.8871)		
DOH		0.0457*** (6.1806)	
DNH			0.0238*** (3.5791)
MPI	0.0088* (1.7375)	0.0054** (2.2579)	0.0006 (0.4477)
交叉项	0.0125* (1.7462)	0.0050* (1.6809)	0.0018 (0.7211)
控制变量	控制	控制	控制
样本量	6841	6841	6841
R ²	0.0441	0.0425	0.0438
Prob(F-statistic)	0.0000	0.0000	0.0000

根据表 8 所示，本文可以明显得到以下结论：（1）债务结构异质性多样化程度的提高会降低企业投资不足的风险，宽松的货币供给也会加强这种促进作用，假设 1 中的投资不足部分也成立；（2）债务来源异质性多样化程度的提高会降低企业投资不足的风险，宽松的货币供给也会加强这种促进作用，假设 2 中的投资不足部分也成立；（3）债务新旧异质性多样化程度的提高会降低企业投资不足的风险，但宽松的货币供给不会加强这种促进作用，主要原因可能为：自供给侧改革及去杠杆以来，大水漫灌式货币政策逐渐退出，取而代之的是稳健的货币供给目标，企业对新增债务的使用更加谨慎甚至出现了略微悲观的融资预期，

假设 3 中的投资不足部分也成立。

表 8 货币供给约束下债务异质性对企业投资不足的影响结果汇总表

	债务结构异 质性	债务来源异 质性	债务新旧异 质性
债务异质性对投资不足的影响	缓解	缓解	缓解
货币供给对投资不足的影响	缓解	缓解	缓解
货币约束下债务异质性的影响	加强缓解	加强缓解	不显著

五、结论

货币供给与债务情况是我国目前主要的研究热点问题，对于货币供给与债务的细分传导机制情况，本文从货币供给对债务结构、债务来源及债务新旧异质性等三个指标进行实证分析。最后，基于理论分析和实证结果的具体情况，对公司的债务融资的选择作出相应的总结。总体而言，本文主要得到以下研究结论：

1、债务的异质性水平的提升，即债务分散程度的提升，会调节企业的监管管理结构，优化企业的投资决策水平，从而降低企业过度投资或投资不足风险。故企业在货币宽松时期，企业可利用融资渠道放宽优势，尽可能优化债务结构，提高企业监督管理水平，提高企业投资效率。

2、近年来货币供给的上升的效果并不一定对投资效率产生显著作用，因为在企业去杠杆等大背景下，稳健的货币政策会与过去的货币政策产生不一样的效果，稳健的货币政策下，企业更倾向于优化现有债务结构而非新增债务，故宽松的货币供给可能会通过降低利率削弱债务机构及来源异质性对过度投资或投资不足的影响，但不会通过影响债务的新旧异质性来增强过度投资或投资不足。故在大环境背景下，企业通过新增负债，从而提高债务新旧异质性的动机主要来源于自身具有优质、高效的投资项目。

参考文献

- [1] Mark G. , Simon G. . Monetary Policy, Business Cycles, and the Behavior of Small Manufacturing Firms[J]. Quarterly Journal of Economics, 1994, 109(2):309-340.
- [2] Mayer C , Sussman O . Financing Investment: A New Test of Capital Structure[J]. OFRC Working Papers Series, 2003: 1-47.
- [3] 屈耀辉,傅元略.优序融资理论的中国上市公司数据验证——兼对股权融资偏好再检验[J]. 财经研究, 2007(02): 108-118.
- [4] 盛明泉,李昊.优序融资理论对上市公司融资行为的解释力[J].山西财经大学学报, 2010, 32(10): 49-56.
- [5] 李心合, 王亚星, 叶玲. 债务异质性假说与资本结构选择理论的新解释[J]. 会计研究, 2014(12):8.
- [6] 胡建雄, 谈咏梅. 企业自由现金流、债务异质性与过度投资——来自中国上市公司的经验证据[J]. 山西财经大学学报, 2015, 37(09): 113-124.
- [7] 胡建雄, 茅宁. 债务来源异质性对企业投资扭曲行为影响的实证研究[J]. 管理科学, 2015, 28(1):47-57.
- [8] 魏群. 企业生命周期、债务异质性与非效率投资[J]. 山西财经大学学报, 2018, 40(1): 96-111.
- [9] 徐晨阳, 王满. 债务异质性能促进企业创新绩效水平提升吗[J].山西财经大学学报, 2019, 41(04):

108-124.

[10] 胡文卿, 左拙人. 债务融资来源异质性与企业投资——基于宏观经济政策视角[J]. 审计与经济研究, 2020, 35(2): 107-116.

[11] Richardson S . Over-investment of free cash flow[J]. Review of Accounting Studies, 2006, 11(2-3):159-189.

[12] 许坤, 许光建, 卢倩倩. 货币余额增速与经济增长的合理区间研究——基于 GDP、CPI 与 M2 的门限向量自回归分析[J]. 价格理论与实践, 2020(05):21-24.

Research on the Impact of Debt Heterogeneity on Enterprise Investment Efficiency under Money Supply Constraint

Zhenshuo Xu

(Hunan University, Changsha/Hunan, 410006)

Abstract: This paper takes 13236 sample data of Chinese A-share listed companies from 2015 to 2020 as the research object, and takes the heterogeneity of debt structure, the heterogeneity of debt source and the heterogeneity of old and new debt as the explanatory variables. The results show that: 1. Debt structure, source and new and old heterogeneity can alleviate the inefficient investment behavior of enterprises, but debt heterogeneity has no significant impact on the overall inefficient investment behavior of enterprises under the constraint of money supply; 2. The heterogeneity of debt structure will alleviate the over investment of enterprises, but loose money supply constraints will enhance the impact. The heterogeneity of debt structure will alleviate the underinvestment of enterprises, and loose money supply constraints will enhance the impact; 3. The heterogeneity of debt sources will alleviate the over investment of enterprises, but loose money supply constraints will enhance the impact. The heterogeneity of debt sources will alleviate the underinvestment of enterprises, and loose money supply constraints will enhance the impact.

Key words: Money supply; Debt heterogeneity; Investment efficiency