

行业同群效应对企业过度负债的影响研究 ——环境不确定性的调节作用

雷 辉, 樊筱彬

(湖南大学 工商管理学院, 湖南 长沙 410082)*

摘要: 债务资本结构是影响企业价值的重要因素之一, 使用相对指标过度负债衡量企业的债务资本结构, 是近来学界开始关注的问题, 而行业整体过度负债水平对单个企业的影响研究仍属少见。文章拟通过对中国全部A股上市公司 2010-2018 年数据进行实证分析, 研究过度负债行业同群效应的存在性问题和具体作用机制, 同时将环境不确定性纳入考虑范畴, 探索其是否会对二者的关系产生调节作用, 实证结果表明: ①我国A股上市企业的过度负债存在行业同群效应; ②同群效应部分源于信息获取性模仿, 而竞争性模仿并不显著; ③环境不确定性负向调节企业过度负债的行业同群效应。研究结论丰富了企业过度负债同群效应的相关研究, 同时从信息获取型模仿和竞争性模仿出发, 研究过度负债是否也具备同群效应的这两个作用机制, 填补了相关文献的空白, 也为日后研究过度负债, 降低企业负债率提供了新方向。

关键词: 管理学; 过度负债; 同群效应; 环境不确定性

中图分类号: F275 **文献标识码:** A

Research on the influence of the peer effect of over-indebted industries on the enterprises

——The moderating effect of environmental uncertainty

FAN Xiaobin¹, LEI Hui²

(Business school of Hunan University, Changsha 410082, China)

Abstract: Debt capital structure is one of the most important factors affecting enterprise value. Using of relative indicators called excessive debt to measure the debt capital structure of enterprises is the recent hot topic which academic world began to pay attention to. However, it is still rare to research the impact of excessive industry debt on individual firms. This paper empirically analyzes the data of China's A-share listed companies from 2010 to 2018, explores the existence and mechanism of the industrial peer effect of Chinese enterprises' excessive debt, as well as the impact of environmental uncertainty on the peer effect. The results show that: ①There is an industrial peer effect of China's listed companies' excessive debt. ②The mechanism of action in peer effect is partly due to information acquisition imitation, while the competitive imitation is not significant. ③Environmental uncertainty negatively regulates the industry peer effect of excessive corporate debt. The research conclusion enriches relevant studies on the excessive debt, and provides a new perspective for the mechanism of action in peer effect in excessive debt, filling the gap of relevant literature, and providing a new direction for the future research on excessive debt and the reduction of corporate debt ratio.

Key Words: Management; Excessive Debt; Peer Effect; Environmental Uncertainty

0 引言

负债高筑一直是困扰中国企业的最大问题之一。截止 2018 年 5 月, 根据中商产业研究院数据库数据显示, 中国TOP500 企业负债合计 1793588.42 亿元, 同比增长达 7.3%。其中, 负债超 500 亿元的企业有 161 家, 占比 32.2%; 负债超千亿的企业有 107 家, 占比 21.4%。截止 2019 年 6 月, 中国非金融企业部门的杠杆率为 155.7, 实体经济部门的杠杆率为 249.5。根据权衡理论, 企业实际应该存在一个使得自身价值最大化的最优资本结构, 不过, 由于调整成本等因素的存在, 企业的资本结构往往会偏离其最优资本结构; 我们将负债水平高于最优资本结构的状态称为过度负债。过高的杠杆率会增大企业的财务风险, 进而造成资本成本增加、破产风险增大、投融资能力降低、企业价值降低, 形成恶性循环。超过企业实际承受能力的过度负债将会进一步增强不良影响。金融市场流动性充足时, 企业多会选择借贷以扩

大企业规模。中国这些年一直以加杠杆来换取经济的飞速增长，杠杆高到一定的程度就会导致风险的不可控，为了减少金融风险，让经济回归稳健发展，国家提出了“去杠杆”或“控制杠杆”的策略，被突然抽贷，超过自身承受能力的过度负债就会成为压垮企业的最后一根稻草。2018年，曾位列2018年工业百强县（市）榜单第25位德山东省广饶县，就是由于企业高杠杆经营，导致14家企业一夜进入破产重组程序。由此可见，过度负债已成为中国企业面临的一个现实问题，如何有效的降低企业杠杆，减少企业的过度负债迫在眉睫。

中国企业为何如此喜欢高负债，负债水平居高不下的内在原因究竟是什么？基于资本结构理论，研究发现企业存在一个使得价值最大化的最优资本结构。静态权衡理论的提出，明确了最优资本结构的存在性的问题：即当债务带来的税盾效益恰好冲抵负债成本时，企业的资本结构处于最优状态。随后的动态权衡理论又解决了外部环境问题，提出企业能否快速调整资本结构，不止取决于自身的融资意愿，还要考虑外部市场环境的影响因素。企业的资本结构不止会受到企业自身特征的影响，还会由于制度理论，存在模仿行为，产生同群效应。国内外学者分别从动、静态权衡理论和优序融资理论等多角度出发，研究企业资本结构及过度负债的影响因素，但这些研究大多仅考虑了企业自身的因素，是基于企业之间资本结构选择的相互独立出发的。但是，有部分学者在对企业的研发投入、高管薪酬发放等企业决策领域进行研究时发现，企业在进行决策时，会学习模仿同地区或同行业的其他企业，但研究企业过度负债之间是否具有模仿行为，以及模仿行为的主要作用机制，在中国尚未展开。同时，随着中美关系的紧张化、新冠疫情的爆发等环境不确定性的产生与发展，环境不确定性也显著影响着企业的决策，这些市场环境中的不确定性是否会对过度负债的同群效应产生影响呢？

基于此，本文以中国2010-2018年全部A股上市企业为样本，聚焦以下问题：（1）企业过度负债是否存在行业同群效应？（2）中国企业过度负债行业同群效应的作用动机是什么？

（3）环境不确定性是否会对过度负债同群效应产生影响？本文拟通过解决上述问题，从实证角度证明中国企业过度负债存在行业同群效应，并通过信息获取性模仿和竞争性模仿两种作用机制解释个体决策如何受到群体的影响；同时，从市场环境角度出发，证明环境不确定性在其中的调节作用。

1 理论分析与研究假设

1.1 过度负债

静态权衡理论认为，一方面，企业债务的增加可以获得税盾，提高企业价值；另一方面，债务的提升也会增大企业破产成本。因此，负债税盾效应带来的收益与风险成本之间如何权衡，是企业在进行资本结构选择时主要关注的因素。（Robichek,1967^[1]；Scot,1977^[2]）。Robichek（1967）最早提出企业存在最优资本结构，即当负债的边际避税收益（税盾）与边际破产成本的净现值相等时，企业达到最优资本结构，并且，在最优资本结构下，企业负债的收益和成本会达到均衡状态。Flannery（2006）通过研究1965-2001年美国非金融上市公司数据，证明了每个企业都会拥有自身的目标资本结构，并且，这个目标资本结构很难满足；企业的实际资本结构一直是处在动态变化之中，当企业高于或低于目标资本结构时，为避免不必要的损失，企业会迅速采取行动，尽量减少与目标资本结构之间的差距^[3]。陆正飞（2015）将企业过度负债定义为实际负债率高于目标负债率的状态^[4]。郑曼妮（2018）^[5]、许晓芳（2020）^[6]等在此概念的基础上研究了过度负债。本文中的过度负债就是指企业在经营过程中由于自

身或外界原因导致的实际资本结构偏离目标资本结构,并且形成相对更高的财务杠杆的一种状态。

资产价值比例、非债务税盾、企业规模、收益率、所有制和组织形式、ROA、行业负债率均值、有形资产占比等,都是影响企业资产负债率的重要因素(Titman&Wessels,1988^[7];陆正飞,1996^[8];肖作平,2004^[9];Chang,2010^[10])。盛明泉(2012)研究发现,企业的性质是影响过度负债的最主要因素,相对于非国有企业,国有企业由于政府参与、预算软约束,即便企业无法清偿债务,也会有政府“兜底”,因此,国有企业会更有动机追扩大贷款规模,增加企业规模^[11]。陆正飞(2015)基于“债务融资优势假说”、“财务危机成本假说”等理论对企业性质与过度负债之间的关系进行了验证,结果也显示,相比于非国有企业,国有企业更容易产生过度负债现象。另外,货币政策(邓路,2016^[12])、企业所处的法制环境(邹萍和厉国威,2016^[13])等也会对企业过度负债产生一定影响。

1.2 过度负债的同群效应

同群效应最早的研究始于对社会行为的影响。Miller等(2010)提出了“起立鼓掌模型”,即人们成群结队观看演出时,当同伴起立鼓掌,自己也很有可能起立鼓掌,这种社会行为体现了群体的社会学习和扩散性^[14]。陆蓉(2017)认为同群效应源于教育经济学领域,是指教育过程中受教育个体行为之间的相互影响^[15]。曾江洪(2019)提出同群效应是指企业在决策中相互学习,互相参照的现象^[16]。同群效应不同于羊群效应,他是组织在制度化的过程中,为了获得政治和社会的“合法认可”,与“社会规范”保持一致,而产生的一种“制度性同型”,其本质是一种理性的、有意识地将目的落足于降低成本的行为。本文对同群效应的界定,是指企业在资本结构决策的过程中,会受到同行业整体过度负债水平的影响。

同群效应存在于企业决策的方方面面。一般来说,企业在选择参照企业进行模仿时,同行业的企业和同地区的企业由于面临的环境最相似,最容易被模仿,这两类企业的决策也最具有参考价值。在进行融资决策(Graham,2001^[17])、股权发行(Welch,2004^[18])、企业投资(Foucault & Fresard,2014^[19])、研发投入(曾江洪,2019)等时,企业会将同行业其他企业的行为作为重要的参考依据。企业对于资本结构的决策也同其他决策一样,并非仅取决于自身特征,而是会受到类似企业或大环境中其他企业的显著影响,其影响力甚至可能高于其他任何影响因素(Matray,2005^[20]; Leary,2014^[21]; 钟田丽,2017^[22])。同时,在同一行业中,非领头企业相较于领头企业一般存在信息劣势,为了减少信息成本、提高决策效率,通常会将领头企业的资本结构作为参照进行模仿。Dimaggio(1983)在其关于制度性同行的经典研究中提出,组织倾向于模仿所处领域更成功或更具有“合法性”的同类组织。Han(1994)在研究审计公司选择时发现,企业具有模仿同行业中领先企业的趋向性动力^[23]。Lieberman(2006)则发现一般企业会更倾向于将规模更大、更为成功或更有声望的企业视为自身决策的模仿对象^[24]。即企业不止会模仿同行业的其他企业,也会更加趋向于模仿同类企业中的领先者。基于以上观点,本文提出假设:

H1: 我国上市企业过度负债存在行业同群效应。

1.3 同群效应的作用机制

Lieberman(2006)等人在综合了社会心理学和组织行为学理论的基础上,进一步指出模仿行为可以分为信息获取性模仿和竞争性模仿两种作用机制。信息获取性模仿是指个体组织为了获得对决策有价值的信息而选择模仿和学习其他企业的行为;竞争性模仿指个体组织

为了应对市场竞争需要,保持市场竞争力而选择模仿竞争对手的行为。刘静和王克敏(2018)研究企业的研发投入时发现,研发投入的同群主要通过信息性学习和竞争性学习两种作用机制实现^[25]。曾江洪等(2020)通过研究2009-2017年沪深A股上市公司数据也发现,高科技企业的研发投入存在同群效应,且主要有信息获取性模仿和竞争性模仿两种机制。Haunschild(1993)发现企业会从相关联企业的并购行为中学习经验,以便做出更为正确的决策^[26]。Masiki(2000)认为企业会通过观察等方式获取社会信息网络中相关个体的信息并学习他们的行为^[27]。陈仕华等(2013)在对企业决策行为进行研究时发现,企业高管若有关联企业,会下意识参考关联企业决策行为,以此作为自身决策的向导^[28]。万良勇等(2016)发现中国企业会依靠连锁董事网络中的结构洞位置获取信息,且随着连锁董事网络集中度的升高,企业由于越容易获取信息,模仿行为就越显著^[29]。这些研究均表明,企业为了保证控制决策的不确定性,降低风险和成本,会通过获取和模仿同类企业的信息和经验来帮助自身进行决策。当经理人或决策者对独自决策不够自信,担心由于自身信息不足而造成决策偏差时,就会有学习模仿同类企业的动机,产生基于学习的模仿性同行,即信息获取性模仿的作用机制生效。由于同群企业面临相似的环境,其决策可能会成为同类企业判断市场的依据,在资本结构决策中,企业会面临很多的不确定性和未知因素,而且最优资本结构本身难以达到,为此,多数管理者会采用锚定和调整的方法,将同群企业的融资决策作为本企业决策的信息来源,在同群企业都提高杠杆时也相应的提高本企业的杠杆。另外,当企业在自身信息存在噪声时,达到最优决策的成本升高,模仿同类企业,尤其是更成功企业的决策,是降低成本、减少不确定性的最佳方法。基于此,提出以下假设:

H2: 行业同群效应的形成部分源于信息获取性模仿。

企业作为竞争性组织,其根本目的是利润最大化。正是由于其竞争属性,决定了企业在决策时会与利益相关者存在互动关系。企业会根据竞争者的投资决策改变自身的策略

(Chen,1992^[30]; Li,2016^[31])。例如,在对企业国际投资决策进行研时,就有学者发现企业会有效仿竞争对手的动机,且这种动机往往都是出于竞争性的目的。在资本结构决策方面,此前也有相关领域的学者研究发现资本结构与产品市场竞争的相互作用会导致模仿性的融资决策。Brander等(1986)发现有限责任公司企业由于责任有限,股东不会过多考虑破产风险,而只关注产品市场的扩大,负债可以有利于产品市场的扩大,使得市场决策更为激进,排挤其他竞争对手,掠夺其市场份额,即财务决策和产品决策是相互影响的,负债有利于企业获得竞争力^[32]。Bolton等(1990)研究发现企业是否模仿竞争对手的行为会取决于市场环境的变化。当在市场环境下行时,高杠杆率企业可能会遭到低杠杆率企业的掠夺性价格竞争,抢占市场份额,如果高杠杆率企业能够提前预料到这种情况,就不会提高杠杆,而是转向模仿低杠杆率企业的决策行为了^[33]。Chevalier(1996)也发现,竞争性模仿行为会受到行业环境变化的影响,在行业环境低迷时,企业一味提高杠杆会使得市场份额落入敌手,为避免这种损失,高杠杆率企业会选择模仿竞争者进行文件的投融资决策^[34]。Durnev(2009)发现企业可能通过“竞争性学习”增强或维持自身的竞争优势^[35]。刘静(2018)发现基于“竞争理论”,为了维持企业在行业总的相对竞争优势,管理者会对同行业其他企业的决策进行竞争性模仿。已有的研究都关于企业在环境低迷时期对竞争性模仿动机的“摒弃”,然而中国市场广阔,企业间竞争激烈,对于处在高速发展时期的经济环境下快速发展的企业,财务杠杆可以有效地扩大企业规模,稳定竞争优势。那么,如何迅速强抢占市场份额,利用财务杠杆撬动“负债收益链条”,为股东获取更多的回报乃是重中之重。竞争对手财务杠杆的增加可能为其带来额外收益,提升企业的市场竞争力,削弱了自身的效益,所以,当企业竞争

对手的财务杠杆增加后，企业极有可能为保证自身市场，也增加自身的财务杠杆。基于此，提出假设：

H3：同群效应的形成部分源于竞争性模仿。

1.4 环境不确定性的调节作用

Knight早在1921年就提出了“不确定性”这一概念，他将“不确定性”与“风险”的概念区分开来，将其定义为“未来发生几率未知的可能性事件”。彭博（2018）将环境不确定性视为一种风险机制，为应对这种风险，企业管理者需要深层次地挖掘信息，了解企业的现状，评估企业发展的潜力，通过自主的方式制定灵活战略以应对环境的变化^[36]。

环境不确定性会对企业的模仿行为产生抑制效果。首先，过高的环境不确定性会阻碍信息传递的渠道，抑制企业获取信息，进行学习模仿（Ellemers et al,1999^[37]）。Soh（2009）研究发现，企业外部环境不确定性的增加，会提高企业间信息和技术的转移成本，增大风险，降低企业间信息转移的效率，因而在环境不确定性高的市场中，企业会减少学习模仿行为^[38]。严若森等（2017）认为在环境不确定性高的情况下，管理者为保证企业平稳运行，需要制定更符合自身需要的方案来应对不确定性对自身的冲击，因此会减少相应的模仿行为^[39]。彭博（2018）发现环境不确定性越高，会越促进企业积极收集专有投资信息，减少对公共信息的依赖。在环境不确定性高的情况下，企业需花费更多的精力来搜寻公共信息，这时搜寻成本的增加也会抑制企业的模仿动机。随着环境不确定性的提升，市场上信息不对称会限制企业的竞争动机（Lieberman,2006）。吴崇等（2013）通过构建投资策略决策模型，发现内生不确定性和外生不确定性会对竞争策略产生反向冲击^[40]。基于此，提出以下假设：

H4：环境不确定性负向调节过度负债的同群效应。

本文假设模型如图1所示。

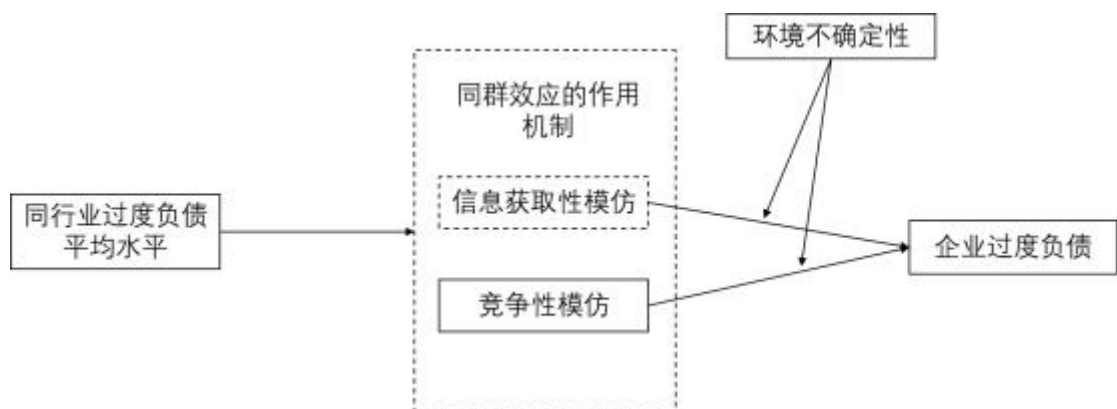


图1 假设模型

Fig.1 hypothesis model

2 研究设计

2.1 样本与数据

本文以中国全部A股上市企业为研究对象。其中，2010-2018企业财务数据和GDP增长率均来自国泰安数据库；市场化进程选用樊纲指数，数据来自《中国分省份市场化指数报告（2016）》（2017和2018年数据根据2009-2016年的年平均增长速度计算得出）；地区金融生产总值、房地产价格指数和在岗职工平均工资增长率来自Wind数据库。本文行业划分

采用 2012 年证监会行业分类中的所有一级行业作为标准。文章对原始数据进行如下筛选：1.剔除数据缺失值样本；2.剔除样本量少于 5 家企业的地区和行业数据；3.剔除ST和PT上市企业样本数据；4.剔除金融类上市企业样本；5.剔除资产收益率、总资产增长率、固定资产占比、企业规模、第一大股东持股比例存在异常值的样本；6.对所有连续变量进行 1%Winsor 处理。最终得到企业年度样本 14723 个。

2.2 变量选取与定义

为检验企业的过度负债是否具有行业同群，本文设计模型如下：

过度负债（EXLEV_FIRM）。借鉴Chang et al.(2014)、李志生等（2018）^[41]的方法，将实际负债率减去目标负债率的差值作为过度负债率的衡量指标。

$$\begin{aligned} LEV_FIRM_{i,j,t} = & \alpha_0 + \alpha_1 SOE_{i,j,t-1} + \alpha_2 ROA_{i,j,t-1} + \alpha_3 LEV_IND_{i,j,t-1} + \\ & \alpha_4 GROWTH_{i,j,t-1} + \alpha_5 FATA_{i,j,t-1} + \alpha_6 SIZE_{i,j,t-1} + \alpha_7 SHRCR1_{i,j,t-1} \end{aligned} \quad (1.1)$$

其中，LEV_FIRM表示企业的实际负债率。SOE为企业性质：其中，国有企业取 1，非国有企业取 0；ROA为资产收益率；LEV_IND为行业负债率的中位数；GROWTH为企业的总资产增长率；FATA为固定资产占比；SIZE为企业规模；SHRCR1 为第一大股东持股比例。利用模型 1.1 的回归系数估计出不同企业的目标负债率，企业的过度负债率EXLEV_FIRM即为实际负债率减去目标负债率的差值，该指标越大，表明企业的过度负债水平越高。

2.2.1 过度负债的行业同群效应

参考Brannouille et al(2009)、李志生等（2018）的研究，使用行业过度负债指数EXLEVIND衡量行业过度负债，EXLEVIND为行业所有企业EXLEV_FIRM的均值。

$$EXLEV_FIRM_{i,j,t} = \beta_0 + \beta_1 EXLEVIND_{i,t} + \beta_2 CTRL + \varepsilon_{i,j,t} \quad (1.2)$$

其中，i, j, t分别代表第i个行业，第j个企业和第t个年度。模型 1.2 中被解释变量为企业的过度负债率，解释变量为行业的过度负债指数。CTRL为控制变量，包括地区过度负债指数、企业的性质、第一大股东持股比例、资产收益率、总资产增长率、固定资产占比、企业规模以及地区GDP增长率、市场化进程、金融发展程度、在岗职工平均工资增长率，其中GDP增长率和在岗职工平均工资增长率选取一阶滞后项。

2.2.2 同群效应的信息获取性模仿作用机制

$$\begin{aligned} EXLEV_FIRM_{i,j,t} = & \beta_0 + \beta_1 EXLEVIND_{i,t} + \beta_2 EXLEVIND_{i,t} * HExperience \\ & + \beta_3 HExperience + \beta_4 CTRL + \varepsilon_{i,j,t} \end{aligned} \quad (1.3)$$

借鉴万良勇（2019）等人的研究构建模型 1.3。信息获取性模仿使用HExperience表示某行业的样本企业i在年度t拥有过度负债经验（近三年有过度负债为 1，否则取 0），观察交互项 β_2 ，若 β_2 小于 0 且显著，则可以证明同群效应的形成至少部分源于信息获取性模仿的作用机制。

2.2.3 同群效应的竞争性模仿作用机制

构建模型 1.4，竞争性模仿使用HCompetition表示某行业在年度t的竞争强度，其中，

HCompetition使用赫芬达尔——希尔曼指数（HHI）衡量，HHI越大，则表明市场集中度越高，竞争强度越小。观察交互项 β_2 ，若 β_2 显著为负，则证明同群效应的形成至少部分源于竞争性模仿的作用机制。

$$EXLEV_FIRM_{i,j,t} = \beta_0 + \beta_1 EXLEVIND + \beta_2 EXLEVIND * HCompetition + \beta_3 HCompetition + \beta_4 CTRL + \varepsilon_{i,j,t}$$

(1.4)

2.2.4 环境不确定性

借鉴申慧慧（2012）^[42]、曾江洪（2019）等人的研究。首先用最小二乘法对以下模型进行回归：

$$Sale = \alpha + \beta Year + \varepsilon$$

(1.5)

其中，Sale为销售收入，Year为年度变量， ε 为异常销售收入。如果观测值是当年的，则Year=5；如果观测值是过去第 1 年的，则Year=4.....以此类推，如果观测值是过去第 4 年的，则Year=4。其中，企业过去 5 年非正常销售收入的标准差与上过去 5 年销售收入比值的平均值被定义为未经行业调整的环境不确定性；行业环境不确定性则是同一年度同一行业内所有企业未经行业调整的环境不确定性的中位数；企业经行业调整后的环境不确定性（Eu）为各企业未经行业调整的环境不确定性与行业环境不确定性的比值。

$$EXLEV_FIRM_{i,j,t} = \beta_0 + \beta_1 EXLEVIND_{i,t} + \beta_2 EXLEVIND_{i,t} * Eu + \beta_3 Eu + \beta_4 CTRL + \varepsilon_{i,j,t}$$

(1.6)

表 1 主要变量设定及说明

Tab. 1 Setting and description of main variables

变量类型	变量名称	变量符号	变量定义
被解释变量	企业过度负债	EXLEV_FIRM	企业过度负债率，根据模型 1.1 算得
解释变量	行业过度负债指数	EXLEVIND	同行业企业过度负债率的平均值
调节变量	环境不确定性	EU	借鉴申慧慧等人的算法，根据模型 1.6 得出
控制变量	企业性质	SOE	虚拟变量，国有企业为 1，否则为 0
	资产收益率	ROA	净利润/期末资产总额
	总资产增长率	GROWTH	（期末资产-期初资产）/期初资产
	固定资产占比	FATA	固定资产净额/总资产
	企业规模	SIZE	总资产的自然对数
	第一大股东持股比例	SHRCR1	第一大股东持股比例
	地区GDP增长率	GDP	（期末GDP-期初GDP）/期初GDP
	市场化进程	MARKET	樊纲指数
	地区金融发展程度	FINANCE	地区金融业生产总值/GDP
	房地产价格指数	HPRICE	地区房屋平均销售价格
	平均工资增长率	WAGE	在岗职工平均工资增长率

3 实证结果分析

3.1 描述性统计

表 2 是主要变量的描述性统计结果，具体展现了变量的均值、中位数、标准差、最大值

和最小值。从表中可看出,不同企业的实际负债率与过度负债率均有较大差异。实际负债率的最大值为 1.615,最小值为-0.418,均值为 0.48,中位数为 0.47,表明研究样本(中国全部A股上市企业)普遍负债。过度负债率最大为 1.401,最小为-0.867。表 3 是Pearson相关系数表,从表中可得各自变量之间相关性总体不高,说明各自变量之间不存在严重的多重共线性,可以进行后续的分析。

表 2 主要变量的描述性统计

Tab.2 Descriptive statistics of major variables

	样本量	均值	中位数	标准差	最大值	最小值
LEV_FIRM	14723	0.480	0.470	0.124	1.615	-0.418
EXLEV_FIRM	14723	5.16e-1 1	0.0009	0.165	1.401	-0.867
SOE	14723	0.548	1.000	0.498	1.000	0.000
ROA	14723	0.035	0.031	0.065	0.590	-1.648
LEV_IND	14723	0.487	0.484	0.110	0.931	0.182
GROWTH	14723	0.483	0.087	12.924	1137.56 0	-0.917
FATA	14723	0.238	0.198	0.184	0.971	0.000
SIZE	14723	22.457	22.311	1.416	28.637	14.94 2
SHRCR1	14723	35.249	33.140	15.453	89.990	0.290
GDP	14723	0.109	0.103	0.063	0.275	-0.280
MARKET	14723	7.889	8.090	1.948	11.400	-0.230
FINANCE	14723	0.077	0.066	0.040	0.185	0.020
HPEICE	14723	9.035	8.966	0.568	10.488	7.971
WAGE	14723	10.849	10.484	3.111	63.064	-0.586

表 3 Pearson 相关系数矩阵

Tab.3 Pearson correlation coefficient matrix

	EXLEV	IND	SOE	SHRCR	ROA	GRO	FATA	SIZE	GDP	MAR	FIN	HPR	WAGE
EXLEV	1.000												
IND	0.463***	1.000											
	0.000												
SOE	0.201***	0.199***	1.000										
	0.000	0.000											
SHRCR	0.108***	0.170***	0.280***	1.000									
	0.000	0.000	0.000										
ROA	-0.303***	-0.112***	-0.050***	0.105***	1.000								
	0.000	0.000	0.000	0.000									
GRO	0.015**	0.027***	-0.012	0.024***	0.016	1.000							
	0.064	0.001	0.151	0.004	0.053								
FATA	0.041***	-0.033***	0.167***	0.058***	-0.089**	-0.023***	1.000						
	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.005							
SIZE	0.444***	0.339***	0.269***	0.274***	0.041***	0.011	0.059***	1.000					
	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.189	0.000						
GDP	0.019**	0.001	0.007	0.023***	0.033***	0.011	0.008	-0.103***	1.000				
	0.024	0.939	0.423	0.006	0.000	0.177	0.339	0.000					
MAR	-0.065***	0.026***	-0.111***	-0.016*	0.023***	-0.001	-0.205***	0.111***	-0.142***	1.000			
	0.000	0.002	0.000	0.060	0.006	0.8975	0.000	0.000	0.000				
FIN	0.028***	0.077***	0.083***	0.098***	0.006	0.007	-0.175***	0.199***	-0.154***	0.524***	1.000		
	0.001	0.000	0.000	0.000	0.501	0.418	0.000	0.000	0.000	0.000			
HPR	-0.062***	0.056***	-0.012	0.049***	0.015*	0.001	-0.225***	0.178***	-0.117***	0.754***	0.887***	1.000	
	0.000	0.000	0.153	0.000	0.070	0.920	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000		
WAGE	0.010	-0.008	0.011	0.010	0.048***	0.005	0.029***	-0.101***	0.358***	-0.254***	-0.210***	-0.204***	1.000
	0.246	0.390	0.224	0.256	0.000	0.545	0.001	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	

3.2 实证检验与结果解释

3.2.1 企业过度负债行业同群效应的回归分析

表 4 企业过度负债行业同群效应的回归分析

Tab.4 Regression analysis of industry group effect of over-indebted firms

EXLEV_FIRM	Coef.	Std. Err.	z	P>z	[95% Conf.	Interval]
EXLEVIND	0.638	0.041	15.610	0.000	0.558	0.719
SOE	0.001	0.008	0.100	0.922	-0.015	0.017
SHRCR	0.000	0.000	0.580	0.559	0.000	0.001
ROA	-0.564	0.049	-11.570	0.000	-0.660	-0.469
GROWTH	0.000	0.000	-2.130	0.033	0.000	0.000
FATA	0.054	0.021	2.600	0.009	0.013	0.096
SIZE	0.064	0.004	15.920	0.000	0.056	0.072

GDP	0.130	0.044	2.970	0.003	0.044	0.216
MAR	0.004	0.003	1.380	0.167	-0.002	0.009
FIN	0.176	0.150	1.170	0.242	-0.118	0.470
HPRICE	-0.045	0.013	-3.580	0.000	-0.070	-0.020
WAGE	0.001	0.000	1.420	0.155	0.000	0.001

表 4 给出了模型 1.2 的回归结果。可以看出, 模型 1.2 中, 变量EXLEVIND的回归系数符号为正, 系数估计值为 0.638, p值为 0.000, 即在 1%水平上显著为正。即企业的过度负债水平与所处行业过度负债水平密切相关, 企业是否过度负债, 与其所处行业过度负债指数正相关。以上结果支持了假设H1, 即我国上市企业过度负债存在行业同群效应。其他变量方面, 总资产增长率 (GROWTH)、固定资产占比 (FATA) 和企业规模 (SIZE) 均与过度负债率显著正相关, 表明总资产增长率越高、固定资产占比越大、企业规模越大的企业, 越有可能过度负债。资产收益率 (ROA) 与过度负债率显著负相关, 即资产收益率越高的企业, 过度负债可能性越小。

3.2.2 同群效应作用机制的检验

表 5 同群效应的作用机制检验

Tab.5 An examination of the mechanism of peer effect

EXLEV_FIRM	信息获取性模仿			竞争性模仿		
	Coef.	z	P>z	Coef.	z	P>z
EXLEVIND	0.633	25.120	0.000	0.606	23.220	0.000
HExperience	0.080	12.26	0.000			
HCompetition				-4.028	-0.010	0.991
HExperience*EXLEVIND	-0.030	-2.210	0.027			
HCompetition*EXLEVIND				603.122	0.810	0.419
SOE	0.017	5.890	0.000	0.013	4.100	0.000
SHRCR	-0.0004	-4.340	0.000	-0.0004	-4.320	0.000
ROA	-0.916	-14.910	0.000	-0.964	-14.970	0.000
GROWTH	0.000	1.690	0.092	0.0001	2.580	0.010
FATA	-0.026	-3.370	0.001	-0.031	-3.530	0.000
SIZE	0.058	48.050	0.000	0.059	45.960	0.000
GDP	0.086	2.190	0.028	0.094	2.300	0.022
MAR	0.003	2.230	0.026	0.003	1.850	0.064
FIN	0.210	2.270	0.023	0.133	1.330	0.184
HPRICE	-0.055	-6.530	0.000	-0.054	-5.940	0.000
WAGE	0.001	1.410	0.160	0.0004	0.930	0.351

表 5 给出了同群效应作用机制检验的回归结果, 从表中可以看出, 交互项 EXLEVIND*HExperience的系数为-0.03, 且在 5%的水平上显著, 表明企业已有的过度负债经验越充足, 模仿其他企业的动机就越弱, 即证明假设H2, 企业的行业同群效应部分源自于信息获取性模仿。HExperience系数估计值为 0.08 且显著为正, 表明过度负债经验越充分的企业越容易过度负债。其余控制变量除在岗职工平均工资增长率外, 普遍在 10%的水平上显著。以上结果支持了假设H3, 即同群效应的形成部分源于信息获取性模仿。同时, 表 5 也显示了竞争性模仿作用机制的检验结果, 从表中可以看出, 交互项 EXLEVIND*HCompetition的系数为 603.12, 但并不显著, 表明企业的过度负债同群效应并

不源于竞争性模仿，即拒绝假设H3：同群效应的形成部分源于竞争性模仿。竞争性模仿不显著的原因可能一是自2009年我国市场经济环境整体向好，稳步发展，掠夺性价格竞争情况并不占据主流；二是我国委托代理问题并不是十分突出，经理人人为提高自身竞争实力盲目进行借贷的现象有所缓和。

3.3.3 环境不确定性的调节作用

表6 调节效应的回归分析

Tab.6 Regression analysis of moderating effect

EXLEV_FIRM	Coef.	Std. Err.	z	P>z	[95% Conf.	Interval]
EXLEVIND	0.637	0.036	17.490	0.000	0.565	0.708
Eu	0.000	0.000	1.970	0.049	0.000	0.001
EXLEVIND*Eu	-0.001	0.000	-2.260	0.024	-0.001	0.000
SOE	0.001	0.007	0.170	0.862	-0.013	0.015
SHRCR	0.000	0.000	1.350	0.177	0.000	0.000
ROA	-0.562	0.016	-34.300	0.000	-0.594	-0.530
GROWTH	0.000	0.000	-1.220	0.221	0.000	0.000
FATA	0.055	0.010	5.440	0.000	0.035	0.075
SIZE	0.064	0.002	39.250	0.000	0.061	0.067
GDP	0.130	0.029	4.470	0.000	0.073	0.188
MAR	0.004	0.002	2.160	0.031	0.000	0.007
FIN	0.185	0.103	1.790	0.073	-0.017	0.387
HPRICE	-0.045	0.009	-4.790	0.000	-0.064	-0.027
WAGE	0.001	0.000	1.620	0.104	0.000	0.001

表6显示了模型1.6的回归结果，其中交互项EXLEVIND*Eu的系数为-0.0001，且在5%的水平上显著，表明随着环境不确定性的提升，企业过度负债受同行业其他企业的影响越小，因此环境不确定性负向调节企业过度负债的行业同群效应，支持了假设H4，说明环境不确定性越高，企业的信息获取性动机越弱，导致企业过度负债的行业同群效应越弱。

3.3 稳健性检验

为了避免存在由于企业内外部各种因素导致的内生性问题，特使用工具变量法对回归结果进行再估计。以滞后两期的行业过度负债指数作为工具变量，采用两阶段估计法，首先使用之后两期的行业过度负债指数对同群企业过度负债进行再估计，得到同群企业过度负债的预测值，其次将预测值带入模型1.2进行回归，得到的结果如表7所示，表7显示的是第二阶段回归结果，回归系数为正，系数估计值为0.641，且在1%水平上显著为正，结果无实质性差异，本证明本文的结论具有相对稳定性。

表7 工具变量法稳健性检验（第二阶段回归）

Tab.7 Robustness Test of Instrumental Variable Method(Second Stage Regression)

EXLEV_FIRM	Coef.	Std. Err.	z	P>z	[95% Conf.	Interval]
M						
EXLEVIND	0.641	0.074	8.700	0.000	0.496	0.785
SOE	0.011	0.004	3.160	0.002	0.004	0.018

SHRCR	0.000	0.000	-3.680	0.000	-0.001	0.000
ROA	-0.848	0.067	-12.610	0.000	-0.980	-0.716
GROWTH	0.000	0.000	0.540	0.590	0.000	0.000
FATA	-0.043	0.009	-4.650	0.000	-0.060	-0.025
SIZE	0.060	0.001	41.950	0.000	0.058	0.063
LEV_IND	0.002	0.066	0.030	0.976	-0.127	0.131
GDP	0.037	0.045	0.820	0.410	-0.051	0.125
MAR	0.003	0.002	2.070	0.039	0.000	0.006
FIN	0.065	0.107	0.610	0.542	-0.145	0.276
HPRICE	-0.052	0.010	-5.170	0.000	-0.072	-0.032
WAGE	0.001	0.001	0.930	0.352	-0.001	0.002

4 结论与讨论

4.1 结论与贡献

现阶段对于企业资本结构的研究较为充分,但多使用绝对指标资产负债率代表企业的负债水平,很少使用相对指标;恰恰是由于不同企业对于负债的承受能力不同,使用绝对指标容易“以偏概全”,不能体现企业自身真正的负债承受能力,所以本文采用偏离最优资本结构程度的过度负债率这一相对指标进行研究,有利于真正把握企业的负债水平。

企业的过度负债除了受到管理者、代理成本等自身因素和政府干预程度、制度环境等外部因素的影响,还可能受到同类企业决策行为这一不可忽视的因素的影响,现有企业资本结构同群效应的研究尚处于丰富和完善阶段,本文探讨了行业整体过度负债水平对单一企业负债决策的影响,填补了相关领域的研究空白。

虽然已有学者对企业的过度负债进行了相关的研究,但是现阶段还未有人考虑从同群效应两个作用机制出发,研究过度负债同群效应的作用机制,本文研究过度负债同群效应的作用机制,有益于理清同群效应对企业影响的作用机理。

中国企业面临的环境越来越多变,将环境不确定性纳入模型,是对已有研究的补充和深化,具有一定的理论和现实意义。研究发现:企业的过度负债存在行业同群效应,企业会模仿同行业平均水平及领头企业的过度负债进行自身决策;且部分同群效应源于信息获取性模仿;由于环境不确定性导致企业获取公共信息的成本增加,环境不确定性增大的情况下,同群效应对企业过度负债的影响会减小。

4.2 不足与展望

首先,本文研究结论证明,中国企业的过度负债存在行业同群效应,个体资产负债的决策会受到同行业整体水平的影响,因此,针对不同行业、不同个体的过度负债情况,应当实施差异化管理;对过度负债整体水平较高的行业,要加强信息披露,对企业的债务规模、债务偿还期限和债务偿还能力要实时监控,避免造成更大的损失。其次,企业的过度负债同群效应部分源于信息获取性模仿,即经理人出于降低自身成本考量,模仿“公共”信息,采取“搭便车”行为,经理人应该全面理性的看待同行业其他企业采取的过度负债行为,正确把握自身的债务承担能力,实施合理的决策,尽量保证企业利益最大化和管理者自身利益最大化的一致性,以避免损害股东利益,达到双赢的局面;同时积极创新,开拓专有信息,在避免模仿他人过度负债行为的同时,也降低被他人模仿的可能性。再次,当市场环境波动相对

剧烈时,过度负债的同群效应反而会降低,因此要正视环境的变化,积极看待环境不确定性,把握机会,降低企业的过度负债率,保持企业稳步发展。最后,政府要在实践中发现企业投资决策行为的基本规律,更好地引导投资者和决策者进行正确选择。

本文也存在一定的局限性。首先,正如Leary(2014)所说,企业的决策行为会受到内部和外部的双重影响,本文从企业外部影响因素出发,研究过度负债的产生原因,仅考虑了同行业整体情况对单个企业过度负债的影响,并未将企业内部因素纳入考虑范畴,可能会造成片面的结果,日后研究可考虑研究内外部因素共同作用,对企业决策的影响。其次,本文仅研究了行业同群效应对单个企业的影响,同地区企业往往也面临相同的制度环境,也可能产生聚集模仿现象,因此日后研究方向可考虑相同地区的企业是否会具有同群效应,或研究不同行业具体过度负债的差异性,针对不同行业特征提出降低过度负债的意见和建议。再次,实证结果表明过度负债同群效应的作用机制中,竞争性模仿并不显著,后续研究可以考虑从作用机制的角度出发,解释竞争性模仿不显著的原因,并深入挖掘除信息获取型模仿外,过度负债同群效应是否还有其他的作用机制。最后,环境不确定性具体可以分为技术不确定性和市场不确定性两种,这两种不确定性可能分别对同群效应与过度负债之间的关系有不同的影响,本文只简单使用笼统的环境不确定性概念,并未将此进行细分,未来研究可以更加准确的划分具体的不确定性,研究其在过度负债同群效应中的具体调节作用。

[参考文献](References)

- [1] ROBICHEK, A. A., and VAN, H. C. Abandonment Value and Capital Budgeting[J]. The Journal of Finance, 1967, 22: 577-589.
- [2] SCOTT, J. Bankruptcy, Secured Debt, and Optimal Capital Structure[J]. Journal of Financial Economics, 1977, 32(1): 1-19.
- [3] FIANNERY, M. J., RANGAN, K. P. Partial Adjustment Toward Target Capital Structure[J]. Journal of Financial Economics, 2006, 79(3): 554-577.
- [4] 陆正飞, 何捷, 窦欢. 谁更过度负债: 国有还是非国有企业[J]. 经济研究, 2015(12): 54-68.
- [5] 郑曼妮, 黎文靖, 柳建华. 利率市场化与过度负债企业降杠杆: 资本结构动态调整视角[J]. 世界经济, 2018(08): 149-170.
- [6] 许晓芳, 周茜, 陆正飞. 过度负债企业去杠杆: 程度、持续性及政策效应——来自中国上市公司的数据[J]. 经济研究, 2020(08): 89-104.
- [7] TITMAN, S., WESSELS, R. The Determinants of Capital Structure Choice[J]. The Journal of Finance, 1988, 43(1): 1-19.
- [8] 陆正飞. 企业适度负债的理论分析与实证研究[J]. 经济研究, 1996(2): 52-59.
- [9] CHANG, C., CHEN, X., LIAO, G. What Are the Reliably Important Determinants of Capital Structure in China[J]. Pacific-Basin Finance Journal, 2014(30): 87-113.
- [10] 盛明泉, 张敏, 马黎珺, 李昊. 国有产权、预算软约束与资本结构动态调整[J]. 管理世界, 2012(3): 151-157.
- [11] 邓路, 刘瑞琪, 廖明清. 宏观环境、所有制与公司超额银行借款[J]. 管理世界, 2016(9): 149-160.
- [12] 邹萍, 厉国威. 法制环境、两权分离与资本结构动态调整[J]. 财经论丛, 2016(9): 63-71.
- [13] MILLER, J. H., PAGE, S. E. The Standing Ovation Problem[J]. Complexity, 2010. 9(5): 8-16.

- [14] 陆蓉,王策,邓鸣茂.我国上市公司资本结构“同群效应”研究[J].经济管理,2017(1):189-194.
- [15] 曾江洪,于彩云,李佳威,黄向荣.高科技企业研发投入同群效应研究——环境不确定性、知识产权保护调节作用[J].科技进步与对策,2020(2):98-105.
- [16] GRAHAM, J. R., HARVEY, C. R. The Theory and Practice of Corporate Finance: Evidence From the Field[J]. Journal of Financial Economics, 2001, 60(3):187-243.
- [17] WELCH, I. Capital Structure and Stock Returns[J]. Journal of Political Economics, 2004, 112(1): 106-131.
- [18] FOUCAULT, T., FRESARD, L. Learning From Peers' Stock Prices and Corporate Investment[J]. Journal of Financial Economics, 2014, 111(3):554-577.
- [19] MATRAY, A. The Local Innovation Spillovers of Listed Firms[R]. Paul Woolley Research Initiative Seminar, 2015.
- [20] LEARY, M. T., ROBERTS, M. R. Do Peer Firms Affect Corporate Financial Policy?[J]. Journal of Finance, 2014, 69(1):139-178.
- [21] 钟田丽,张天宇.我国企业资本结构决策行为的“同伴效应”——来自沪深两市A股上市公司面板数据的实证检验[J].南开管理评论,2017(2):58-70.
- [22] HAN, S. Mimetic Isomorphism and Its Effect on the Audit Services Market[J]. Social Forces, 1994, 73(2):637-664.
- [23] LIEBERMAN, M. B., ASABA, S. Why Do Firms Imitate Each Other?[J]. Academy of Management Review, 2006, 31(2):366-385.
- [24] 刘静,王克敏.同群效应与公司研发——来自中国的证据[J].经济理论与经济管理,2018(1):21-32.
- [25] HAUSCHILD, P. R. Interorganizational Imitation: The Impact of Interlocks on Corporate Acquisition Activity[J]. Administrative Science Quarterly, 1993, 38(4):564-592.
- [26] MASIKI, C. Economic Analysis of Social Interaction[J]. Journal of Economic Perspectives, 2000, 14(3):115-136.
- [27] 陈仕华,卢昌崇.企业间高管联结与并购溢价决策[J].管理世界,2013(5):144-156.
- [28] 万良勇,梁婵娟,饶静.上市公司并购决策的行业同群效应研究[J].南开管理评论,2016,19(3):40-50.
- [29] CHEN, M., SMITH, K. G. GRIMM, C. Action Characteristics as Predictors of Competitive Responses[J]. Management Science, 1992, 38(3):439-455.
- [30] LI, V. Do False Financial Statement Distort Peer Firms' Decisions?[J]. Accounting Review, 2016, 91(1):251-278.
- [31] BRANDER, J. A. LEWIS, T. R. Oligopoly and Financial Structure: The Limited Liability Effect[J]. American Economic Review, 1986, 76(5):956-970.
- [32] BOLTON, P., SCHARFSTEIN, D. A. Theory of Predation Based on Agency Problems in Financial Contracting[J]. American Economic Review, 1990, 80(1):93-106.
- [33] CHEVALIER, J. A., SCHARFSTEIN, D. S. Capital-market Imperfections and Countercyclical Markups: Theory and Evidence[J]. American Economic Review, 1996, 86(4):703-725.
- [34] DURNEV, A., MANGEN, C. Corporate Investment: Learning from Restatements[J]. Journal of Accounting Research, 2009, 47(3):679-720.

- [35] 彭博,王满,马勇.客户集中度、环境不确定性与投资趋同[J].现代财经,2018,38(8):16-30.
- [36] ELLEMERS. N., KORTEKAAS. P., OUWERKERK. J. W., Self-Esteem as Related But Distinct Aspects of Social Identity[J]. European Journal of Social Psychology, 1999, 29(2/3):371-389.
- [37] SOH. P. H., Network Patterns and Competitive Advantage Before the Emergence of a Dominant Design[J]. Strategic Management Journal, 2009(2):438-461.
- [38] 严若森,华小丽.环境不确定性、连锁董事网络位置与企业创新投入[J].管理学报,2017,14(3):373-381+432.
- [39] 吴崇,胡汉辉.不确定性和动态能力互动下企业投资竞争决策[J].管理科学学报,2013,5(16):39-54.
- [40] 李志生,苏诚,李好,孔东民.企业过度负债的地区同群效应[J].金融研究,2018(9):74-90.
- [41] 申慧慧,于鹏,吴联生.国有股权、环境不确定性与投资效率[J].经济研究,2012,47(7):113-126.