



# 自由现金流 代理成本假说检验

——基于中国上市公司的实证研究

刘银国 张琛 著

ZIYOU XIANJIN LIU  
DAILI CHENGBEN  
JIASHUO JIANYAN



经济科学出版社  
Economic Science Press

国家自然科学基金面上项目资助 (项目编号: 71172190, 71472001, 71572001)

# 自由现金流代理 成本假说检验

——基于中国上市公司的实证研究

刘银国 张 琛 著

经济科学出版社

## 图书在版编目 (CIP) 数据

自由现金流代理成本假说检验：基于中国上市公司的实证研究 / 刘银国，张琛著. —北京：经济科学出版社，2015. 11

ISBN 978 - 7 - 5141 - 6258 - 5

I. ①自… II. ①刘… ②张… III. ①上市公司 - 现金流量 - 研究 - 中国 IV. ①F279. 246

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2015) 第 271305 号

责任编辑：黄双蓉  
责任校对：郑淑艳  
责任印制：邱 天

### 自由现金流代理成本假说检验

——基于中国上市公司的实证研究

刘银国 张 琛 著

经济科学出版社出版、发行 新华书店经销

社址：北京市海淀区阜成路甲 28 号 邮编：100142

总编部电话：010 - 88191217 发行部电话：010 - 88191522

网址：www. esp. com. cn

电子邮件：esp@ esp. com. cn

天猫网店：经济科学出版社旗舰店

网址：http://jjkxcbs. tmall. com

固安华明印业有限公司印装

710 × 1000 16 开 20 印张 290000 字

2015 年 12 月第 1 版 2015 年 12 月第 1 次印刷

ISBN 978 - 7 - 5141 - 6258 - 5 定价：40. 00 元

(图书出现印装问题，本社负责调换。电话：010 - 88191502)

(版权所有 侵权必究 举报电话：010 - 88191586)

电子邮箱：dbts@ esp. com. cn)

## 序

中国国有企业改革经历的是一个不断放权让利并建立现代企业制度的过程，其核心是公司治理，可以说从行政型治理向经济型治理转型是我国国有企业变革的主线。党的十八届三中全会对国企改革做出了总体部署，提出了一系列新思路、新任务和新举措，包括积极发展混合所有制经济、完善公司治理结构、健全现代企业制度等；其中提出的一项具体措施即提高国有资本收益上缴公共财政的比例，到2020年要提高到30%。国有资本收益俗称“国企红利”，上缴比例的提升一方面会加大国有企业运营压力，倒逼国有企业通过深化改革降低成本、提高效率，增强盈利能力和竞争能力，加快国企改革和发展步伐；另一方面可以合理控制国有企业的现金流量，降低经营者出现滥用现金流的可能性，防止代理问题的产生。

公司治理具有多学科属性，从公司治理视角研究财务问题，或者选取相关财务指标对公司治理给予反映，既是研究公司治理问题的一种创新，也是继续发挥财务管理在公司治理中重要作用的一种遵循。迈克尔·詹森（Michael C. Jensen）1976年提出了代理成本的概念，总体来说是在科斯（Coase）和威廉姆森（Williamson）交易成本框架下的深入，1986年又提出自由现金流这一重要财务指标来研究代理成本，更直接地

阐明委托代理问题产生的原因，以降低企业代理成本、提高公司治理效率。在市场经济条件下，“现金为王”的思想在企业财务管理中占有极其重要的地位，现金流管理的好坏决定着企业经营的成败。从投资角度看，现金流决定企业投资价值及其回报股东的能力；从营运资本角度看，改善现金流管理、提高资金使用效率，是企业持续发展的有效路径。公司治理制度引入中国已二十余载，在经过观念导入、结构构建和机制建立阶段后，进入提高有效性阶段。当前中国上市公司治理最突出的问题就是“形似而神不备”，特别是上市公司中委托代理问题严重，委托人和大股东利用手中的控制权侵占代理人和中小股东的利益，造成了高昂的代理成本。同时，在国有企业中公司治理也暴露出一些问题，国有企业特殊的“两权不分、政企不分、党企不分和社企不分”的现状给公司治理带来了诸多制度性障碍，造成了国有企业的“内部治理外部化、外部治理内部化”。通过公司治理体系的完善和公司治理能力的提升，提高现金流管理水平和现金使用效率；通过合理使用现金流、提高投资效率，来反哺中国上市公司治理水平，两者相辅相成，共同促进。

自詹森提出代理成本和自由现金流概念之后，国内外学者开展了大量的研究。从国内研究文献看，关于自由现金流的研究多集中于自由现金流量与过度投资的相关性检验上。而刘银国教授的专著《自由现金流代理成本假说检验——基于中国上市公司的实证研究》从公司治理视角研究了自由现金流的相关问题，将公司财务与公司治理研究有效地结合在一起。刘银国教授及其团队长期关注公司治理前沿问题，特别在国有企业公司治理方面做了深入研究。近年来，刘银国教授及其团队承担

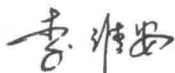
了多项国家课题，发表了高水平研究成果，多次举办并参与国内外公司治理领域学术研讨会，由其团队主办的“中国国有企业改革与治理学术研讨会”已连续召开三届，逐渐成为影响较大的学术研讨会，在国内公司治理领域内具有较高的知名度。《自由现金流代理成本假说检验——基于中国上市公司的实证研究》这一著作也是刘银国教授及其团队代表性的研究成果之一。

该书首先对上市公司自由现金流的持有及其影响因素进行系统性的分析，分别从宏观和微观两个视角对自由现金流量的影响做出判断。第四章和第五章从公司治理视角检验中国上市公司中自由现金流代理成本的存在，分别考察其与过度投资和在职消费之间的关系，验证了詹森的代理成本假说。但研究并未局限于此，第六章继续分析在中国资本市场融资约束的前提下，自由现金流存在的合理性，即持有自由现金流的作用。第七章从融资约束和股权形式的角度出发，分析了自由现金流对公司增加价值的影响效力，以及自由现金流在不同的条件之下为公司带来的价值增加效应的大小。第八章选取债务水平、现金股利、公司治理水平、会计稳健性四个变量，研究其对自由现金流过度投资的影响，并进一步考察对投资不足的影响，以此检验其在控制代理成本和交易成本中起到的作用。第九章研究自由现金流量与高管薪酬之间的关系，探究了高管薪酬的决定及影响因素。第十章考察自由现金流的动态调整和持有价值，并选取投资水平、融资约束和企业成长性三个指标，考察在这三者的影响下，自由现金流动态调整和持有价值的异同。第十一章通过案例研究，分析自由现金流的代理成本在中国上市公司中的实际情况，丰富了研究方法，证明了本书结论。第

十二章从公司治理结构的完善、资本预算与企业分红的践行、外部约束机制的建立三个方面完善自由现金流相关控制机制，从建立健全自由现金流信息披露机制、实行自由现金流预算控制、推进自由现金流量动态管理三个方面提出自由现金流管理办法。总体来说该书具有如下特点：第一，研究视角新颖，治理视角切入；第二，内容全面深入，研究重点突出；第三，研究思路清晰，行文逻辑自洽；第四，数据资料翔实，依托中国背景。

《自由现金流代理成本假说检验——基于中国上市公司的实证研究》从公司治理视角研究自由现金流的相关问题，为公司财务问题的研究提供了新的思路，也为公司治理的完善开辟了新的路径。当然，自由现金流的相关问题还很复杂，对其的合理表述和精确计算都有待达成共识，自由现金流的影响因素也需要综合衡量，自由现金流与交易成本之间的关系还需进一步明确，通过实证研究确定自由现金流的控制机制还有待加强；学界对公司治理的部分问题也需要进一步达成共识，如何充分调动董事会的积极性，特别是发挥独立董事的作用，如何有效发挥网络、媒体和外部市场等外部治理资源的监管作用，这些问题的解决都有助于将公司财务与公司治理的研究发展到新的高度。

天津财经大学校长



2015年11月25日

## 内 容 摘 要

自由现金流是指企业生产经营产生的，在满足了净现值大于零的所有项目所需资金后的那部分现金流量（Jensen, 1986），其最大的特点是满足了企业生产经营活动后、管理者可以任意支配的现金流量。詹森（Jensen）从委托代理理论着手，论述了在股东和管理者存在代理冲突的前提下，自由现金流使用不当造成的代理成本。詹森指出当企业的自由现金流量较为充裕时，就会产生代理问题，股东希望将这部分自由现金流量以红利的形式发放给股东，而管理者则希望以各种方式占有这些自由现金流量，以提高其在市场上的地位并获得既得利益，于是就产生了过度投资、在职消费等一系列损害企业价值的行为。因此，将自由现金流量控制在合理水平上，并提高自由现金流使用效率，是缓解代理冲突、完善公司治理结构、提高企业价值的有效途径之一。那么，在中国的资本市场上，詹森的自由现金流代理成本是否存在？程度如何？对企业产生了哪些影响？这是本书研究的重要问题。另外，当企业自由现金流量不足时，资本市场信息不对称导致的融资约束会造成企业投资不足，也会给企业带来损失，包括投资机会丧失、竞争能力下降、高额的融资费用等，会产生自由现金流的交易成本。那么企业应该确定合理的自由现金流量水平，使其在避免高昂



代理成本的同时，又不丧失财务弹性、及时把握市场机会。进一步，自由现金流量不仅是重要的财务管理质量的评判指标，同时与公司治理结构和宏观经济环境息息相关，通过完善和合理利用企业层面因素，自由现金流的相关成本应该得到控制，使用效率应该得到提高，最终增加企业价值。因此，检验自由现金流的代理成本，研究自由现金流对缓解融资约束的作用，考察对自由现金流代理成本的控制，研究自由现金流量动态调整与优化等问题对提高资金使用效率、优化资源配置、提高企业价值具有重要的理论与现实意义。

本书在梳理自由现金流相关理论与文献的基础上，沿着“自由现金流代理成本检验——融资约束与自由现金流量——自由现金流代理成本控制机理研究——自由现金流量的动态调整研究——自由现金流相关问题案例研究——自由现金流代理成本控制的政策建议”的主线，对自由现金流代理成本检验与控制进行研究。第一，阐述相关理论基础与文献综述，并对中国上市公司自由现金流量现状进行分析，给出了关于自由现金流量的计算公式；第二，以过度投资和在职消费作为衡量代理成本的指标，对自由现金流的代理成本进行检验，并研究在融资约束条件下，企业是否存在投资不足，程度如何，以及自由现金流量在缓解投资不足中起到的作用；第三，选取债务水平、现金股利发放、公司治理水平、会计稳健性四个指标，分别考察其各自对于自由现金流代理成本的控制；第四，研究公司治理相关因素、自由现金流与高管薪酬之间的关系；第五，研究自由现金流的动态调整及其与企业价值的关系，并考察在投资水平、融资约束、企业成长性三者的影响下，自由现金流动态调整的变化情况；第六，选取典型案例，研究在中国资本

市场上低效并购、过度投资、在职消费与自由现金流量之间的关系；第七，根据自由现金流相关问题分析的结果，提出控制自由现金流代理成本的政策建议；第八，对本书内容进行总结和展望。本书的主要研究结论如下：

第一，使用中国资本市场的数据对自由现金流的代理成本进行检验。选取过度投资和在职消费作为衡量代理成本的变量，发现自由现金流量水平与过度投资、在职消费的程度呈显著正相关关系，大量持有自由现金流容易产生高昂的代理成本。在代理行为发生的可能性方面，企业持有自由现金流会提高管理者进行过度投资的可能性，然而与发生在职消费的可能性并不具有相关性。对于国有性质的企业，自由现金流的过度投资和在职消费的程度更严重，代理成本更高。在对融资约束与自由现金流量的研究中发现，我国资本市场中受融资约束的企业投资不足情况严重，并且在非国有企业和中西部地区企业，这种现象表现得更加明显，而充裕的自由现金流量会显著地降低投资不足程度，缓解企业面临的融资约束。融资约束企业一般也会储备较多的自由现金流量，以备不时之需，这种情况在国有企业和中西部地区企业更多。此外研究还发现融资约束企业的自由现金流量——现金流敏感性为正。

第二，研究了企业相关因素对于自由现金流代理成本的控制。选取了债务水平、现金股利、公司治理水平、会计稳健性四个变量，研究其对自由现金流过度投资的影响，并进一步考察对投资不足的影响，以此考察其在控制代理成本、缓解投资不足中起到的作用。研究发现债务水平与自由现金流的过度投资之间呈U型曲线关系，当债务水平处于整体样本25%分位数处能发挥的抑制过度投资的作用最大，过低和过高的债务水

平都不利于对代理成本的控制，在不同类型的债务来源中，短期借款的作用最明显，长期借款反而有助长过度投资，商业信用比银行借款的作用更明显；现金股利在抑制过度投资方面并没有起到显著作用；较高的公司治理水平和会计稳健性有利于抑制过度投资，并且这种抑制作用在自由现金流量充裕的公司中表现得更加显著。在缓解企业投资不足方面，公司治理水平高的企业投资不足程度低，但只有这一因素发挥了作用，其他三个因素均没有起到作用。

第三，对自由现金流的动态调整进行研究。回归到詹森对自由现金流的定义和分析中，选取投资水平、融资约束和企业成长性三个指标，考察在这三者的影响下，自由现金流的调整方向和速度、自由现金流与企业价值的关系。研究首先发现我国上市公司自由现金流离目标水平存在差距，调整到目标水平需要一定时间和成本。其次，投资水平较高的企业自由现金流的调整速度较快，面临融资约束较强的企业自由现金流调整速度较慢，企业成长性与自由现金流的调整速度没有相关性，非国有企业的自由现金流调整速度快于国有企业，非国有企业的投资水平和融资约束对自由现金流调整的影响比国有企业更加显著。继续使用门槛回归模型对自由现金流与企业价值的关系进行检验，发现自由现金流与超额收益之间存在单一门槛效果，自由现金流与企业价值之间并不是简单的线性关系，当自由现金流量处于低区间值时，其值增加会提高企业价值，而当其处于较高区间值时，其值增加会降低企业价值。加入投资水平、融资约束和企业成长性作为门槛变量后，自由现金流对超额收益的影响分别存在单一门槛、双重门槛和三重门槛效果，并且在较低的投资水平处、中等水平的融资约束处、中等水平

的企业成长性处，自由现金流对超额收益的促进作用最为明显。

第四，从公司治理的角度，研究自由现金流与公司治理和在职消费的相关性，然后研究公司治理、自由现金流与高管薪酬的相关性，进而发现影响高管薪酬与自由现金流的因素。研究发现董事会规模和自由现金流是影响高管薪酬最重要的因素，董事会规模过大和自由现金流量水平过高，易导致高管与董事合谋制定利于高管的薪酬政策，也利于高管利用自由现金流进行“自利”行为。

第五，选取A公司收购B集团、C公司收购D集团、E公司过度投资、F公司在职消费的案例，研究低效并购、过度投资和在职消费在我国发生的实际情况，以及自由现金流在这些案例中的关系和作用。案例研究显示这些发生代理成本问题的公司普遍都有拥有大量的自由现金流量。当企业没有优质的投资项目，而自由现金流量又十分充裕时，管理层很可能利用手中的控制权将自由现金流量用在满足私欲、构建“企业帝国”的宏伟愿望上。这时就会出现低效并购、过度投资和在职消费等现象。这些案例研究也进一步证明了前文的实证结果，即自由现金流的大量存在确实会产生代理成本。

第六，从规范上市公司行为和完善外部市场约束视角研究了自由现金流代理成本的控制。对控制机制研究的目的是为了将自由现金流量控制在合理的水平上，保证企业在有充裕自由现金流量的情况下最大限度地降低代理成本。本书主要从公司治理结构的完善、资本预算与企业分红的践行、外部约束机制的建立三个方面进行分析。公司治理结构方面主要考虑董事会制度的完善和对经理层的监督和激励；对国有企业要严格执行

资本预算制度、非国有企业要努力规范红利分配行为；外部约束机制方面包括完善市场约束机制、强化债务约束和重视媒体监督。对管理方法研究的目的是规范企业对自由现金流的日常使用和管理，主要从建立健全自由现金流信息披露机制、实行自由现金流预算控制、推进自由现金流动态管理三个方面进行分析。

**关键词：**自由现金流 公司治理 代理成本  
融资约束 成本控制 动态调整

# 目 录

第一章 绪论 .....	1
第一节 研究背景与意义 .....	3
第二节 研究思路与方法 .....	6
第三节 研究内容与框架 .....	8
第四节 研究创新 .....	10
第五节 本章小结 .....	11
第二章 理论基础与文献综述 .....	12
第一节 理论基础 .....	12
第二节 文献综述 .....	24
第三节 本章小结 .....	39
第三章 自由现金流持有现状及影响因素分析 .....	41
第一节 自由现金流描述 .....	41
第二节 自由现金流影响因素分析 .....	43
第三节 中国上市公司自由现金流持有的制度背景 .....	49
第四节 中国上市公司自由现金流持有现状 .....	53
第五节 本章小结 .....	58
第四章 自由现金流与过度投资 .....	60
第一节 理论分析与研究假设 .....	60

第二节	研究设计与样本选取	66
第三节	实证检验与结果分析	70
第四节	本章小结	92
<b>第五章</b>	<b>自由现金流与在职消费</b>	<b>95</b>
第一节	理论分析与研究假设	95
第二节	研究设计与样本选取	100
第三节	实证检验与结果分析	104
第四节	本章小结	115
<b>第六章</b>	<b>融资约束与自由现金流</b>	<b>116</b>
第一节	理论分析与研究假设	117
第二节	研究设计与样本选取	120
第三节	实证检验	125
第四节	本章小结	134
<b>第七章</b>	<b>自由现金流与公司增加价值</b>	<b>136</b>
第一节	理论分析与研究假设	137
第二节	研究设计与样本选取	140
第三节	实证检验	144
第四节	本章小结	150
<b>第八章</b>	<b>自由现金流代理成本控制机理研究</b>	<b>151</b>
第一节	理论分析与研究假设	152
第二节	研究设计与样本选取	160
第三节	实证检验	166
第四节	本章小结	179

第九章 公司治理、自由现金流与高管薪酬 .....	180
第一节 理论分析与研究假设 .....	181
第二节 研究设计与样本选取 .....	186
第三节 实证检验 .....	189
第四节 本章小结 .....	213
第十章 自由现金流动态调整研究 .....	214
第一节 理论分析与研究假设 .....	215
第二节 研究设计与样本选取 .....	219
第三节 实证检验 .....	225
第四节 本章小结 .....	240
第十一章 自由现金流相关问题案例研究 .....	242
第一节 低效并购案例研究 .....	242
第二节 过度投资案例研究 .....	250
第三节 在职消费案例研究 .....	253
第四节 本章小结 .....	258
第十二章 自由现金流代理成本控制的政策建议 .....	259
第一节 完善自由现金流相关控制机制 .....	260
第二节 规范自由现金流管理 .....	273
第三节 本章小结 .....	276
第十三章 总结与展望 .....	278
第一节 研究总结 .....	278
第二节 研究展望 .....	281
参考文献 .....	282
后记 .....	303



# 第一章 绪 论

詹森（Jensen）在1986年《美国经济评论》上发表的《自由现金流的代理成本、公司财务与收购》一文中给出了自由现金流的定义，他认为自由现金流是指企业生产经营产生的，在满足了净现值大于零的所有项目所需资金后的那部分现金流量。由此，揭开了自由现金流与代理成本、公司治理之间的关系，自由现金流代理成本假说开始盛行。自由现金流管理是现代企业理财活动的一项重要职能，建立完善的自由现金流管理体系是确保企业生存与发展、提高企业市场竞争力和灵活性的重要保障。自由现金流之于企业，相当于血液之于人体，自由现金流的“新陈代谢”决定了企业运行的好坏，甚至关乎企业的存亡。詹森创造的这一理论观点在国外学术界流行并发展至今，对现实中国也具有十分重要的指导意义，自由现金流对于任何性质的企业都至关重要。

自1978年改革开放伊始，我国国有企业改革已经走过了三十多年的历程。其盈利能力不断增强，竞争实力显著提升。2013年，国有企业累计实现利润总额24050.5亿元，同比增长5.9%。其中，中央企业实现利润16652.8亿元，同比增长7.4%；地方国有企业7397.7亿元，同比增长2.7%。尽管国有企业取得了非常可观的成绩，活力、控制力和影响力逐步增强，但不可否认国有企业仍然存在诸多问题，制约国有企业发展的体制性障碍仍然很多，应当充分认识到国有企业改革的复杂性、艰巨性和长期性。可能的原因在于：其一，国有企业利润的获取更多依靠行政垄断和寻租；其二，垄断型国有企业高工资、高福利与其贡献不相对称；其三，国有企业管理者“三公消费”普遍存在并且十分