

基于现金流的 中国上市公司 投资行为研究

—— 战略管理视角

陆庆春 卢小广 著



中国水利水电出版社
www.waterpub.com.cn

基于现金流的 中国上市公司 投资行为研究

—— 战略管理视角

陆庆春 卢小广 著



中国水利水电出版社
www.waterpub.com.cn

内 容 提 要

本书以现金流作为描述公司投资行为的工具,结合投资目的,将公司投资行为分为直接投资现金支出、直接投资现金收回、间接投资现金支出和间接投资现金收回。在此基础上,本书运用环境分析方法研究公司不同的投资行为的战略特征及其影响因素。首先从行业和序时的角度对我国上市公司投资行为的现金流特征进行了统计分析,同时引入了战略管理理论和环境分析方法,从宏观环境、行业环境和公司内部资源入手,通过理论与实证分析各项因素对公司投资行为的影响。实证研究表明 ①从规模上看,直接投资是公司的主要投资行为,间接投资是直接投资的补充,是公司风险管理的重要手段。②从投资的内部结构上看,直接投资现金支出远大于直接投资现金收回,说明我国上市公司更加关注公司规模的扩张,间接投资现金支出和间接投资现金收回规模相当,显示出较快的流转速度。③公司的投资行为受到公司内部和外部环境的影响。本文最后在总结投资行为战略特征的基础上,对公司投资战略进行了探讨。

本书可以作为公司财务研究者的参考用书,也可用于帮助企业管理者制定投资决策。

图书在版编目(CIP)数据

基于现金流的中国上市公司投资行为研究·战略管理视角 / 陆庆春, 卢小广著. — 北京: 中国水利水电出版社, 2011. 10

ISBN 978-7-5084-9122-6

I. ①基… II. ①陆… ②卢… III. ①上市公司—投资行为—研究—中国 IV. ①F279.246

中国版本图书馆CIP数据核字(2011)第218453号

书 名	基于现金流的中国上市公司投资行为研究——战略管理视角
作 者	陆庆春 卢小广 著
出版发行	中国水利水电出版社 (北京市海淀区玉渊潭南路1号D座 100038) 网址: www.waterpub.com.cn E-mail: sales@waterpub.com.cn 电话: (010) 68367658 (发行部) 北京科水图书销售中心(零售) 电话: (010) 88383994、63202643、68545874 全国各地新华书店和相关出版物销售网点
经 售	
排 版	中国水利水电出版社微机排版中心
印 刷	北京瑞斯通印务发展有限公司
规 格	140mm×203mm 32开本 4.625印张 124千字
版 次	2011年10月第1版 2011年10月第1次印刷
印 数	0001—1000册
定 价	28.00元

凡购买我社图书,如有缺页、倒页、脱页的,本社发行部负责调换

版权所有·侵权必究

前言



在市场经济条件下，现金流对于一个企业的重要性是不言而喻的。现金流是公司价值的载体，是公司价值运动的表现形式，它关系到公司战略的每一个环节。公司的投资现金流是公司投资决策的实际价值流动。现金流作为描述公司投资的工具，动态地反映了公司的投资行为，扩展了投资行为研究的范围，使人们意识到除了关注投资支出之外，还应关注公司的投资收回行为。本书同时还结合公司投资方式，将公司投资构建为一个包括直接投资现金支出、直接投资现金收回、间接投资现金支出和间接投资现金收回的投资行为体系。这一体系将有助于动态地、系统地研究公司的投资行为。近几十年来，公司环境的剧烈变化使得人们越来越关注公司的外部环境和内部资源。因此，有必要运用战略管理环境分析的框架从宏观环境层面、行业层面和公司内部资源角度出发对公司投资行为体系的特征进行研究。本书希望为公司投资行为的理论研究提供新的视角和证据，并为公司投资实践提供指导。本书研究的内容如下：

(1) 构建公司投资行为的战略管理环境分析框架，从战略管理的视角对公司的投资行为进行研究。

(2) 为使公司的投资行为描述更加符合公司的实际，本书用现金流作为描述公司投资行为的工具，将公司投资行为分为直接投资现金支出、直接投资现金收回、间接投资现金支出和间接投资现金收回四种行为模式。

(3) 对我国上市公司的投资行为进行描述性统计，从行业和序时的角度总结我国上市公司投资行为的一般性规律。

(4) 依据环境分析的结论，分别从宏观经济环境、行业环境和公司内部资源层面对我国上市公司的投资行为进行实证研究，总结我国上市公司直接投资行为和间接投资行为的规律，为将来的投资战略决策提供依据。

(5) 根据理论和实证研究的结论，总结我国上市公司投资行为的战略特征，并运用环境分析的框架对公司投资战略的关键因素（投资时机、投资结构和投资规模）进行理论探讨。

本书的创新之处如下：

(1) 本书采取了现金流工具描述公司的投资行为，并结合公司投资的目的，将公司投资行为分为直接投资现金支出、直接投资现金收回、间接投资现金支出和间接投资现金收回四个方面。这一投资行为体系的构建，一方面使得投资行为的研究较以往的投资研究更具有客观性、动态性和价值综合性，另一方面扩展了已有投资行为的研究范围，将注意力扩展至公司投资收缩的行为

和动机上。

(2) 以往的研究大都建立在经济学的理论与方法上，本书引入了战略管理理论和环境分析方法，从宏观环境、行业环境和公司内部资源入手，综合考虑了各项因素对公司投资行为的影响。

(3) 本书首次从行业和序时的角度对我国上市公司投资行为的现金流特征进行了统计分析。从中位数角度比较了各行业和各年份之间的各项投资行为差异，同时运用样本公司的标准差数据对公司各项投资行为的一致性进行了分析。

(4) 本书在理论与实证的分析基础上对公司投资行为的战略特征进行了总结，并提出了理论思考和投资战略制定和实施的要点。

陆庆春 卢小广

2011年6月

目 录

前言

第 1 章 绪论	1
1.1 本书的研究背景、目的及意义	1
1.1.1 研究背景	1
1.1.2 研究目的与意义	3
1.2 相关研究的进展	5
1.2.1 传统投资理论	5
1.2.2 现代投资理论	6
1.2.3 战略管理视角下的投资理论	13
1.2.4 我国相关研究进展	15
1.2.5 已有研究评述	21
1.3 本书的研究思路与研究方法	22
1.3.1 研究思路与技术路线	22
1.3.2 研究方法	22
1.4 研究内容与结构安排	24
第 2 章 概念界定与研究框架构建	27
2.1 现金与现金流	27
2.1.1 现金	27
2.1.2 现金流	28
2.2 投资与投资行为	31
2.2.1 概念界定	31
2.2.2 基于现金流的投资行为	33
2.3 战略管理分析框架的引入	34
2.3.1 战略管理理论与投资行为	34
2.3.2 投资行为的战略管理分析框架	37

2.4	本章小结	43
第3章	中国上市公司投资行为的特征分析	45
3.1	数据来源与指标计算	45
3.1.1	样本筛选与数据来源整理	45
3.1.2	行业说明	46
3.1.3	指标及其计算方法	47
3.2	投资行为总体特征	48
3.3	直接投资行为	50
3.3.1	直接投资行为的行业分析	50
3.3.2	直接投资行为的序时分析	54
3.4	间接投资行为	56
3.4.1	间接投资行为的行业分析	56
3.4.2	间接投资行为的序时分析	59
3.5	本章小结	60
第4章	宏观环境因素对公司投资行为的影响分析	62
4.1	宏观环境与投资行为	62
4.1.1	政治法律环境	62
4.1.2	宏观经济环境	64
4.1.3	社会文化环境	66
4.1.4	技术环境	66
4.2	宏观经济环境因素与公司投资行为	67
4.2.1	经济周期对公司投资行为的影响	67
4.2.2	宏观经济不确定性对投资行为的影响	68
4.3	宏观经济因素波动对投资行为影响的实证研究	70
4.3.1	模型建立及变量说明	70
4.3.2	研究假设	72
4.3.3	数据来源与筛选	73
4.3.4	实证结果与解释	73
4.4	本章小结	77

第 5 章 行业因素对公司投资行为的影响分析	78
5.1 投资行为的行业分析理论框架	78
5.1.1 行业分析的 SCP 范式	78
5.1.2 五力分析模型	80
5.2 公司投资行为的行业特征分析	82
5.2.1 行业生命周期与公司投资行为	82
5.2.2 行业结构与公司投资行为	84
5.3 投资行为的行业因素实证分析	85
5.3.1 研究方法	85
5.3.2 实证结果与解释	86
5.4 本章小结	90
第 6 章 公司内部资源对公司投资行为的影响分析	92
6.1 资源基础理论分析框架	92
6.1.1 资源与资源基础理论	92
6.1.2 公司资源	93
6.2 公司资源与投资行为	95
6.2.1 有形资产与投资行为	96
6.2.2 无形资产与投资行为	97
6.2.3 能力与投资行为	97
6.3 基于公司微观因素的实证研究	98
6.3.1 变量定义	98
6.3.2 模型建立与样本说明	100
6.3.3 研究假设	100
6.3.4 样本的描述性统计	101
6.3.5 统计结果分析及解释	101
6.4 本章小结	106
第 7 章 投资行为的拓展性讨论和理论启示	108
7.1 实证研究结果讨论	108
7.1.1 宏观经济因素非预期波动对公司投资行为的影响	108

7.1.2 行业因素对公司投资行为的影响	109
7.1.3 公司资源对投资行为的影响	111
7.2 投资行为的战略特征	113
7.2.1 直接投资行为的战略特征	113
7.2.2 间接投资行为的战略特征	115
7.3 理论启示：投资决策的战略思考	116
7.4 拓展性讨论：制定与实施投资战略的要点	121
7.5 本章小结	124
第8章 结论与展望	125
8.1 结论	125
8.2 创新点与不足	128
8.2.1 创新点	128
8.2.2 研究不足	129
8.3 展望	129
参考文献	131

第 1 章 绪 论

1.1 本书的研究背景、目的及意义

1.1.1 研究背景

Modigliani 和 Miller (1958) 论证了在完美市场中, 企业的投资行为与筹资行为、股利政策无关, 公司可以在市场中及时地筹集到必要的资金投资于净现值 (Net Present Value, 简称 NPV) 大于零的项目。在此基础上形成的经典投资理论把企业看作是一个“黑匣”, 企业投资决策和投资行为只依赖于要素价格和技术。但是这些经典投资理论的假设条件过于苛刻, 严重脱离了存在信息不对称和代理成本的现实世界, 更无法解释宏观经济波动中的“小冲击, 大波动”现象。随后的相关研究主要集中在放松这些严格的假设基础之上。

近几十年来, 由于企业经营环境的巨大变化, 实行有效的战略管理已成为现代企业生存发展的首要问题。自 20 世纪 60 年代后, 战略思想开始运用于商业领域, 并与达尔文“物竞天择”的生物进化思想共同成为战略管理学科的两大学说源流。战略管理思想作为一种新的管理平台, 也逐渐渗透到财务、营销、生产和人力资源等各个职能领域。战略管理分析框架的引入, 使公司投资行为的研究从已有的经济学视角扩展至管理学视角, 从局限于公司内部因素扩展至公司外部环境和内部环境综合分析, 从而使对公司投资行为的研究成为一个整体。

在市场经济条件下, 现金流对于一个企业的重要性是不言而喻的。现金流是公司价值及其运动的载体和表现形式, 它关系到公司经营的每一个环节 (现金流与公司经营活动关系见图

1. 1)。现金流同时作为一种有效的管理工具，日渐渗透到企业的经营过程及其分析管理之中，与企业的战略、财务管理及运营模式紧密结合起来。此外，现金流还具有会计指标无法比拟的优势。现金流不仅体现着企业的活力和竞争优势，客观评价企业绩效，而且还体现出企业面临的经营风险和财务风险，使投资者（及潜在投资者）能够判断投资收益的数量、质量及其持续性，揭示了价值创造的三个基本原则，即现金收益、风险和回报的持续性。

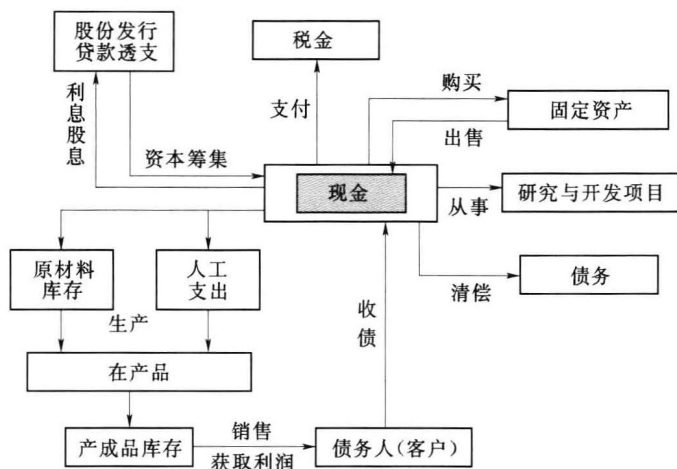


图 1.1 现金融转图

（资料来源：基思·切克利，战略现金流管理 [M]，张怡琦，译，北京：华夏出版社，2004：10-13。）

运用现金流研究公司投资行为，可以从现金流的实际流程、流向和流速等方面，动态地、客观地、综合地描述公司的战略。同时大量的有关投资现金流敏感性的研究也证明了公司投资行为与现金流之间存在显著的相关性，间接证明了采取现金流指标对公司投资进行分析的可行性。此外，基于现金流流向的分析，使投资行为的研究突破了传统投资理论采取净投资或投资支出的研

究视角，将公司投资行为的研究扩展至对公司投资扩张战略和投资收缩战略的研究。更为重要的是，我国1998年颁布的《企业会计准则——现金流量表》提供了直接投资和间接投资的现金流量信息。这些经审计的公开信息为研究公司投资行为提供了强大的数据支持。

尽管公司投资有多种支付方式，诸如现金支付、实物资产支付、承担债务或股权交换等方式，但是由于现金流的固有优势，从现金流角度研究公司各项投资行为能够更为准确和全面地揭示公司投资行为特征，从而为进一步研究公司投资战略的制定、实施和评价奠定基础。

正处于转型过程中的中国，其市场制度呈现出不成熟不完善的特征，从而公司的投资行为也与国外的研究结果呈现较大的差异。上市公司短期行为盛行，随意转变资金用途、会计数据造假事件屡见不鲜。在这种背景下，如果仅按照现有投资行为的研究方法，仅从会计指标反映的投资净值出发，静态研究公司的投资战略必然导致研究结果无法准确解释我国公司的投资行为，也不能为我国公司的投资决策提供理论指导。因此，借鉴环境分析的研究框架，从战略管理理论出发，以现金流为对象研究我国上市公司投资行为的特征及其影响因素，对研究符合我国实际的投资理论并指导我国公司的投资决策具有十分重要的理论与应用价值。

1.1.2 研究目的与意义

1. 研究目的

本书将投资行为定义为公司投资决策的实施结果，并使用现金流工具，借鉴战略管理理论的环境分析框架，从宏观环境层面、行业层面和公司内部资源层面对上市公司的投资行为进行研究。在研究过程中，本书使用现金流作为描述投资行为的工具，并结合公司投资的目的，将公司的投资行为表达为直接投资现金支出、直接投资现金收回、间接投资现金支出和间接

投资现金收回，希望从价值实际流动的角度对公司的投资行为进行分析，从中找到一般性规律，并在此基础上理论分析公司投资决策的思路，拓展讨论公司投资战略制定和实施时应考虑的要点。

2. 研究意义

(1) 在理论方面，本书首先借鉴战略管理的分析框架，拓展目前有关公司投资行为的研究方法。目前有关于公司投资行为的研究主要集中于以经济学的思路从公司特征因素方面进行研究，而研究宏观经济对公司层面投资行为的影响的研究数量较少。本书运用战略管理的分析框架，从宏观环境、行业环境和公司内部资源三个层面对公司投资行为进行研究，使得以公司层面的投资行为研究成为一个整体，扩展了投资行为研究的视角。其次，采用现金流指标刻画公司的投资行为，可将投资规模收缩纳入研究范围。将公司投资支出和投资收回一起进行对比分析能够更加全面地反映公司投资决策及其实施的特征。最后，根据公司投资目的研究不同投资行为的特征，使得研究公司投资行为的战略特征和制订投资战略更具有针对性。

(2) 在实践方面，本书提出用现金流指标描述公司的投资行为，动态地反映了公司的投资行为。这一动态的研究视角结合了公司所处的内外部环境，能使管理者和投资者更加清楚地理解不同行业、不同时期以及不同状况公司的投资现金流规律，使其优化投资决策，并在此基础上生成公司投资战略，并在投资战略实施过程中提供有效的管理工具。

综上，本书将上市公司的投资行为按照价值流向和投资目的分解为直接投资现金支出、直接投资现金收回、间接投资现金支出和间接投资现金收回，并借鉴战略管理环境分析的框架，以现金流为工具研究了上市公司的投资行为，扩展了投资行为的研究视角，对于投资行为乃至与公司投资战略的研究具有理论价值和应用价值。

1.2 相关研究的进展

1.2.1 传统投资理论

一般来说,传统投资理论主要指新古典综合派以前的投资理论,主要包括加速器投资理论、流动性投资理论、新古典投资理论和Q理论四种理论。由于加速器投资理论、流动性投资理论从今天看来,有着重大缺陷,本文只就新古典投资理论和Q理论作一个简要的说明。

早期关于公司投资行为的研究结合了古典经济学和凯恩斯主义的观点,在完美市场假设基础上展开。在这一时期,相关的研究将公司看作是一个黑箱,公司的投资水平是要素价格和产量的函数。Jorgenson^[1-5]运用企业最优化行为模式构建了新古典综合派的企业投资理论。在Jorgenson建立的模型中,投资者在新古典生产函数约束下使未来期望收入与资本、劳动等要素投入的差的现值和最大。该模型假定:①资本品的价格不受将资本存量调整到最佳水平速度的影响;②具有完全竞争的市场,不仅包括产品、劳动市场,而且包括资本市场;③变量的实际值与期望值之间没有不确定性;④生产函数具有新古典性质。

传统投资理论中仍对目前有重大影响的另一个分支是将企业的预期引入投资需求函数,即著名的Q理论。投资Q理论最初由Keyens (1936)^[6]引入,后经Brainard和Tobin (1968^[7]、1969^[8]、1978^[9])对其进行扩展而得到巨大的发展,直至对当前的投资行为的理论与实证研究仍有重大影响。Tobin (1969)指出,需要将实物资产和金融资产区分开来,分别进行研究。投资Q理论的模型可以表达为

$$(I/K)_t = a + bQ_{t-1} + \mu \quad (1.1)$$

式中: $(I/K)_t$ 为 t 期投资与资本存量之比; Q 为 $t-1$ 期企业市场价值与资产重置成本之比。

Tobin 提出 Q 理论是用于分析包括一系列金融资产在内的货币一般均衡,但近来关于 Q 理论的研究已经走出了一般均衡分析框架,集中于研究 Q 与企业投资之间的相互关系。

1.2.2 现代投资理论

传统投资理论是在完美市场假设下的分析。在 MM 论证了公司的投资决策与公司融资决策无关之后,大量的研究逐步放松了 MM 理论的约束条件,使投资决策更加符合实际,形成了以不对称信息理论和代理理论为基础的投资行为研究。随着行为金融研究的兴起,有关于非理性投资行为的研究也逐渐增多。

目前以不对称信息理论从现金流视角的研究主要集中于现金流与投资行为关系,即投资现金流敏感性研究。这一领域的研究主要集中于两个方面:①公司投资是否具有现金流敏感性,即投资行为是否与现金流存在相关性;②如果存在相关性,这种相关性的理论基础何在。这其中以 Fazzari、Hubbard 和 Petersen (1988^[10], 2000^[11]) 开创性提出的融资约束假说和 Jensen (1986^[12], 1988^[13]) 提出的自由现金流假说为代表。

1. 自由现金流假设

自由现金流是近年来最为流行的公司财务理论的核心概念之一,被广泛地应用于公司价值评估、并购等领域。这一概念由 Jensen (1986) 在发表于《美国经济评论》的《自由现金流量的代理成本,公司财务与收购》一文中正式提出。在这篇文章中, Jensen 把“自由现金流量 (Free Cash Flow, 简称 FCF)”定义为“满足所有正的净现值的投资项目所需资金后多余的那部分现金流量”。Jensen 当时提出这一概念时,主要是为了说明当公司拥有大量现金流时出现的管理层与股东的冲突及其所带来的代理成本问题,并没有给出具体的计算方法或公式,只是给出了一个较为模糊的定性的含义。

在 Jensen 看来,要使公司经营有效率,并使股东价值最大化,必须把自由现金流返还给股东。但是管理者为了建立企业帝

国、名誉或者额外津贴的个人考虑，宁愿将其投资于低收益的项目（甚至净现值为负的项目）也不肯把它们交还给股东。因为向股东发放现金将会减少管理层控制的资源，削弱了他们的权力；同时，当公司从外部筹集新的资金时，必然要受到资本市场的监管，从而威胁到管理层利己行为的自由实施。Jensen 提出的自由现金流理论主要作用在于两个方面：说明负债是提高公司效率和监督管理者的有效控制机制之一；揭示自由现金流量是决定公司收购决策的主要因素之一^[14]。

自 Jensen 提出自由现金流假说后，20 世纪 80 年代后期学术界开始对自由现金流假说进行较多的实证研究。学术界主要从以下几个角度对其进行检验：负债的“控制假说”效应，如 Jaggi 和 Gul (1999)^[15]、Griffin (1988)^[16]等；公司投资行为的影响，如 Lang、Stulz 和 Waktling (1991)^[17]、Hanson (1992)^[18]；以及作为自由现金流的一种支付方式——股利政策，如 Lang 和 Litztenberger (1989)^[19]等。结果大部分结论都支持了自由现金流假说。

自由现金流假说在投资方面的进展主要集中于收购和过度投资方面：

(1) 公司收购活动的解释。Lang、Stulz 和 Waktling (1991) 和 Hanson (1992) 分别从收购方与被收购方的收购收益进行检验和研究。Lang 等人认为，当公司没有好的投资项目，即 Tobin $Q < 1$ 时，管理层本应把现金流分给股东，而不是进行收购。由于低 Q ，高现金流公司更容易投资于损害公司价值的并购活动，其收购公告的股价反应必然与其持有的现金流负相关。自由现金流假说预期：若收购方 $Q < 1$ ，超常收益率 (Abnormal Return, 简称 AR) 与现金流 (CF) 负相关， $Q > 1$ 时，则 AR 与 CF 无关。实证结果发现，与低 Q 低 CF 及高 Q 高 CF 公司相比，低 Q 高 CF 的收购方公司收益最低。此外，他们还通过回归方程分析发现：①收购方的收益与现金流显著负相关，当 CF 每提高总资产账面价值的 1% 时，其收购收益就降低其普通股价值