

2005年卷 第2辑(总第8辑)

No.2 2005(Sum.8)



Accounting Forum

会计论坛

中南财经政法大学会计研究所 编

Accounting Institute
Zhongnan University of Economics and Law



中国财政经济出版社

会计论坛

Accounting Forum

2005 年卷 第 2 辑 (总第 8 辑)

No.2, 2005 (Sum.8)

中南财经政法大学会计研究所编

Accounting Institute

Zhongnan University of Economics and Law

编辑:《会计论坛》编辑部
电话:(027)88384650(首义)
传真:(027)88386514(南湖)

电子信箱: kjnt@znufe.edu.cn

通讯地址:中国.武汉市.洪山区政院路 1 号

中南财经政法大学会计学院

邮政编码:430073

出版:中国财政经济出版社
社址:北京海淀区阜成路甲 28 号

邮政编码:100036

出版日期:2005 年 11 月 1 日

印刷:武汉中远印务有限公司

本辑责任编辑:康 均

顾问

葛家澍	余绪缨	王松年
谷 祺	冯淑萍	刘玉廷
陈毓圭	郭复初	于玉林
杨宗昌	毛伯林	易庭源
边恭甫		

江苏工业学院图书馆

藏书章

编委会

主任:郭道扬

副主任:罗 飞 唐国平 许家林
委员:

郭道扬	罗 飞	张龙平
夏成才	唐国平	许家林
汤湘希	高文进	孙贤林
张敦力	季小琴	

编辑部

主任:许家林(兼)

编辑:庄 丹 康 均 唐本佑

图书在版编目(CIP)数据

会计论坛/中南财经政法大学会计学院著. —北京:中国财政经济出版社,2005. 12
ISBN 7-5005-8795-3

I. 会... II. 中... III. 会计学—文集 IV. F230-53

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2005)第 137564 号

中国财政经济出版社出版

URL: <http://www.cfeph.cn>

E-mail: cfeph@cfeph.cn

(版权所有 翻印必究)

社址:北京海淀区阜成路甲 28 号 邮政编码:100036

发行处电话:(010)88190406 财经书店电话:(010)64033436

湖北南财文化发展有限公司 电话:(027)88324370 88320800

武汉中远印务有限公司印刷 各地新华书店经销

889×1192 毫米 16 开 7.25 印张 215 千字

2005 年 12 月第 1 版 2005 年 12 月武汉第 1 次印刷

定价:16.00 元

ISBN 7-5005-8795-3/F·7651

(图书出现印装问题,南财文化负责调换)

目 录

内部融资能力、外部融资限制与企业投资行为 ——来自中国制造业上市公司的证据	/3
陆正飞 汤 睿	
内地公司治理水平的提升:诚信·内部控制·信息披露	/14
何顺文 李元莎	
清代官箴文化财计思想史料考略 ——读清代官箴著述札记	/22
王建忠	
资本结构、代理成本与管理层激励	/33
齐寅峰 古志辉 李纪军 臧春燕	
经济后果、选择性信息披露与信息披露管理	/41
王雄元 王 永 喻少华	
证券投资基金评价方法研究	/48
罗 真	
企业价值报告的理论框架	/56
郑 军	
论资本市场与会计的演化关系	/67
李国运	
资本结构、国有股比率与企业价值	/78
杨汉明	
基于公司治理结构的内部控制有关问题研究	/86
《内部控制问题研究》课题组	
产权保护导向的会计控制问题研究	/102
《产权保护导向的会计控制》项目论证组	

CONTENTS

Internal Financial Capability, External Financial Constraints and Enterprises' Investment Behavior	
——Evidence from the Listed Companies of Manufacture in China	/3
<i>Lu Zhengfei Tang rui</i>	
Improving Corporate Governance Standards Through Enhancing Integrity, Internal Control and Information Disclosure	/14
<i>Simon S.M. Ho Annie Y.S. Li</i>	
The Fundamental Research on the Finance and Accounting Related Advice for Government Officials of the Qing Dynasty	
——The Reading Note on Qing Dynasty's Advice for Government Officials	/22
<i>Wang Jianzhong</i>	
Capital Structure, Agency Cost and the Incentive of Managerial Team	/33
<i>Qi Yinfeng Gu Zhihui Li Jijun Zang Chunyan</i>	
Economic Consequences, Selective Disclosure and Management Disclosure	/41
<i>Wang Xiongyuan Wang Yong Yu Shaohua</i>	
Research on the Theories of Evaluation of the Security Investment Funds	/48
<i>Luo Zhen</i>	
The Theoretical Framework of Enterprise Value Reporting	/56
<i>Zheng Jun</i>	
The Evolutionary Correlation Between Capital Market and Accounting	/67
<i>Li Guoyun</i>	
Capital Structure, Ratio of State-Stockholder and Enterprises Value	/78
<i>Yang Hanming</i>	
A Study on Internal Control Based on Corporate Governance Structure	/86
<i>Project Studies Team</i>	
A Study on the Accounting Control Based on the Protection of Property Rights	/102
<i>Project Demonstration Team</i>	

内部融资能力、外部融资限制与企业投资行为^{*}

——来自中国制造业上市公司的证据

陆正飞 汤 睿

【摘 要】 本文首先从资本使用成本—供求关系出发进行推论:企业投资额应该同投资机会和内部融资能力正相关,同外部融资限制负相关;并且,外部融资限制越严重,企业投资就越依赖于其内部融资能力。为了验证上述推论是否成立,本文进而使用 2000—2002 年中国制造业上市公司的数据构造了包含 1574 个观察值的面板数据样本,进行回归分析,所得结果支持上述前三个推论,但并不支持第四个推论。

【关键词】 投资 内部融资能力 外部融资限制 Tobin Q

一、引言

直观地看,企业的投资行为会受到两方面因素的影响:投资机会和融资约束。没有投资机会时,即便有融资来源,理性的企业通常也不会盲目投资;而当企业面临融资约束时,即便有投资机会,恐也难于发生实际的投资行为。根据新古典投资理论,融资约束是无需考虑的,因为在假设的完全资本市场中,企业只要有好的投资机会,总是能够获得资金的。然而,在现实的非完全资本市场中,情况就未必如此。本文旨在研究在非完全的中国资本市场上融资约束对上市公司投资行为的影响。

Modigliani 和 Miller (1958) 认为,在完全的资本市场环境下,公司的投资政策与其财务结构、融资渠道无关;公司的投资决策只与公司面临的投资机会有关。然而,在非完全的资本市场上,由于外部融资成本大

收稿日期:2005-08-11

作者简介:陆正飞,男,博士,北京大学光华管理学院会计系主任,教授,博士生导师。

汤 睿,男,硕士,国务院国有资产监督管理委员会干部。

^{*} 本文系国家自然科学基金项目“股东—债权人利益冲突与企业投资行为研究”(项目批准号:70272003)的成果之一,项目负责人陆正飞。同时也得到上海财经大学会计研究院的资助。

于内部融资成本,公司的资本结构和融资渠道就可能对其投资决策产生影响^①。Greenwald, Stiglitz 和 Weiss (1984), Myers 和 Majluf (1984) 以及 Myers (1984) 等研究了资本市场上的非对称信息,发现非对称信息所产生的市场不完全,以及在此市场中融资决策所具有的信号传递作用将导致公司外部融资成本高于内部融资成本;Bernanke 和 Gertler (1989, 1990) 以及 Gertler (1992) 等从代理问题的角度出发,也得出了存在代理问题时公司外部融资成本高于内部融资成本的推论。当公司面临的内、外部融资成本存在差异时,公司的投资决策将受到内部融资可得性的影响,即公司的投资数量将会在很大程度上依赖于公司的内部融资能力;外部融资越困难,外部融资成本越高,公司的投资对其内部融资能力的依赖性就越强。Fazzari, Hubbard 和 Petersen (1998) (以下简称 FHP98) 实证性地研究了 1970—1984 年美国 422 家大型制造业公司的投资行为。他们将这些公司按照留存收益率进行了分组,认为留存收益率越高,则从侧面反映出公司受到的财务限制越大,外部融资成本越高。然后,在控制投资机会(以 Tobin Q 反映)的前提下, FHP98 研究了公司投资与公司经营现金流(以此代表内部融资能力)的关系,发现高留存收益率的公司(即受到财务限制,外部融资成本高的公司)的投资受经营现金流的影响较大,而低留存收益率的公司投资受经营现金流的影响较小。Hoshi 等 (1991) 采用类似的研究手段,在控制投资机会的前提下研究了 145 家日本大型制造业公司的投资行为对内部融资能力(经营现金流)的敏感性。他们将上述 145 家制造业公司分为财团成员公司和非财团成员公司,认为非财团成员公司受到的财务限制较大,外部融资成本也相应较高。他们的研究结果也表明,在非财团成员公司的样本组里,投资对经营现金流具有更高的敏感性。此外, Schaller (1993) 研究了加拿大的情况, Elston (1993) 研究了德国的情况, Alonso-Borrego 和 Bentolila (1994) 研究了西班牙的情况,大致都得到了类似的结论,即投资受到经营现金流的影响,而且信息非对称越严重,或财务受限制越严重,外部融资成本越高,则投资受经营现金流即内部融资能力的影响就越大。

上述一系列实证研究的共同特点有两个:一是对投资机会的控制,都采用 Tobin Q 来反映未来的投资机会;二是按照财务限制或信息非对称等影响外部融资成本的因素对样本进行分组比较。这些研究得到了较为相近的结论:外部融资受限制越大,公司投资对内部融资的依赖就越大。

也有学者就中国企业投资决策受内外部融资能力影响这一现象进行了研究。Chow 和 Fung (2000) 利用上海市经贸委的一次调查结果研究了上海市非上市中小企业的投资—融资情况,发现规模越小(从而越不容易得到外部融资)的公司其投资受内部融资的影响反而越小。冯巍 (2002) 采用了类似 FHP98 的分组研究方式和检验模型,研究了 1995—1997 年沪深 135 家制造业上市公司的情况,用是否属于国家经贸委确定的重点企业等属性,以及现金股利大小来分组,获得了同 FHP98 相似的结论:在以 Q 控制投资机会的前提下,现金流能部分地解释公司的投资行为,并且财务受限组现金流的解释能力更强。上述两项研究所得到的结论之所以是对立的,可能的原因有二:一是所使用的样本有缺陷。Chow 和 Fung (2000) 使用的是小企业的非正规披露的调查数据;而冯巍 (2002) 由于要引入一年滞后变量,实际只使用了 135 个样本进行回归,代表性并不是很好。二是在检验的模型上可能存在缺陷。Chow 和 Fung (2000) 并没有使用 Q 或者 Q 的近似指标来控制投资机会,却引入了销售收入年变化作为控制变量;冯巍 (2002) 采用的是分组回归并主观直接比较回归系数大小,并不能在统计意义上说明问题。郑江淮等 (2001) 在对股权结构与外部融资约束关系的研究中,按照国有股权的比重进行分组,用描述性统计和 FHP98 所用的回归检验,试图说明

^① 这里所指的外部融资,包括来自公司外部的债权融资和股权融资;所谓内部融资,是指公司内部的自然积累,主要来自经营现金流的累积。本文所指的融资成本(资本成本),是从管理层及其所代表的原有股东的角度来看待的各种资金的使用成本,除了包括应偿付给资金提供者的回报,还包括不同来源的资金筹集的方便性、使用的受限制程度以及筹资决策的信号作用对公司市场价值的影响等方面。

国家股比重越低的公司所受的外部融资约束越低。但该文并没有进一步研究投资与融资约束之间的关系。

总之,我国已有的研究尚未很好地回答中国公司投资行为是否以及在多大程度上受内外部融资约束影响这一问题。本文拟采用 2000—2002 年的大样本数据(共 1574 个用于回归的观测),运用结构检验的统计方法,研究我国非完全资本市场上融资约束对上市公司投资行为的影响。

二、模型与假设

按照新古典投资理论,在完全的、信息对称的、竞争的资本市场上,公司在投资时面临惟一的资本成本 r ,不因资本来源渠道而异。公司面临的投资机会引起资本需求线的移动。在完全资本市场中,由于资本供给线恒定,因此投资机会就成了均衡资本量的惟一决定因素,如图 1 所示:

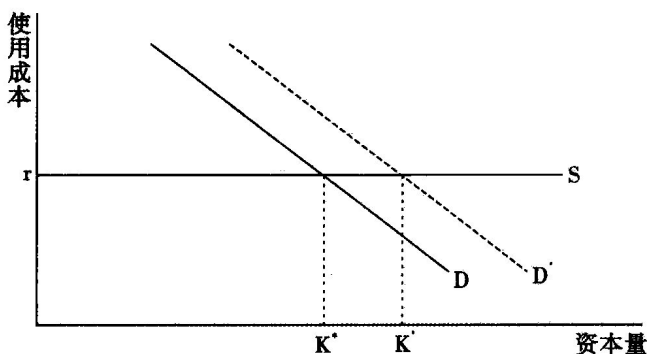


图 1 完全市场资本供求情况

我们进一步给出完全市场上决定投资的方程(1)。这个方程将是我们后文引入实证模型的基础:

$$\left(\frac{I}{K}\right)_{it} = \alpha_i + bQ_{it} + \lambda_{it} + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

结合图 1 可以发现,方程(1)的经济含义是:投资机会可以用平均 Tobin Q 来刻画。尽管这个结论是在完全市场假设下得到的,但它为我们研究非完全市场上的投资行为提供了一个基础:我们在研究非完全市场中融资约束对投资的影响时,需要控制投资机会,即在实证研究模型中引入 Tobin Q 的代理变量作为控制变量。

如前所述,由于非对称信息所产生的市场不完全将导致公司外部融资成本高于内部融资成本。这种外部融资成本高于内部融资成本的情况,以及资本成本随着资本量增加而增加的情况,反映在图形上就是公司面临的资本供给曲线 S 会向上折:在资本需求量低于内部资金积累的时候,公司面临的资本成本等于 r ,资本供给线保持水平;而资本需求量超过内部资金积累以后,资本供给线向右上方倾斜,如图 2 所示:

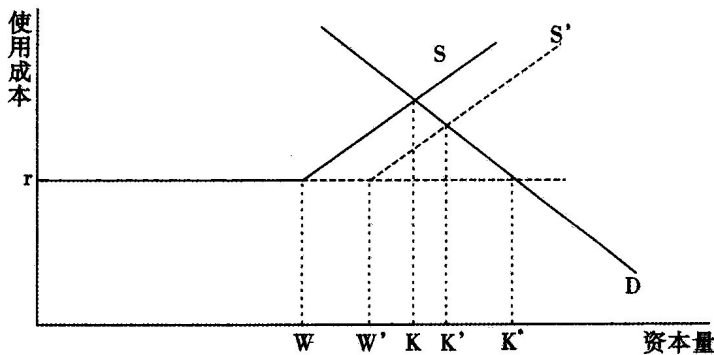


图 2 不完全市场资本供求情况

图 2 中 W 代表公司的内部资本, K 代表公司的均衡资本量。从图 2 还可以看到: 首先, 在不完全的资本市场条件下, 由于外部融资成本的增加, 使得公司的均衡资本量从原来的 K^* 缩减到 K , 这表示由于外部融资成本的增加有可能造成一定程度的投资不足。其次, S 线上折的程度代表公司外部融资受到限制的程度, 极端情况下 S 线上折到竖直状态时, 公司就只能靠内部积累来投资。再次, 当公司的内部资本从 W 增加到 W' 时, 即使投资机会没有发生变化 (即 D 线没有移动), 公司的均衡资本量也从 K 变动到了 K' , 这表明, 在不完全市场上, 内部融资能力会影响到公司的均衡资本量, 从而影响到公司的投资行为。最后, 给定内部资本 W 的移动幅度, 给定 D 线不动, 则当 S 上折的斜率越大时, K 的移动幅度越大。可以推论, 在给定公司的投资机会时, 外部融资受限制越大, 则公司均衡资本量受公司内部融资的影响越大, 从而公司的投资对内部融资能力的敏感性越强。

为了将上述这些理论推测反映在方程中, 我们可以对方程 (1) 进行如下修改: 保留方程 (1) 中的 Q , 用于控制投资机会; 加入代表内部融资能力的变量和代表外部融资限制的变量。已有研究大都使用经营现金流作为代表公司内部融资能力的变量。本文沿袭这一做法, 并用期初资本进行标准化。对于外部融资限制, 或曰公司受到的财务限制, 国外已有研究主要是通过分组来进行回归, 然后比较回归参数的大小。笔者认为, 人为的比较回归参数, 在参数相对比较接近的情况下并不能说明在统计意义上存在显著差异。因此, 本文采用结构检验的方式, 将公司受到财务限制的情况作为哑变量引入方程。于是, 得到用于实证检验的回归模型如下:

$$\left(\frac{I}{K}\right)_{it} = \beta_0 + \beta_1 \cdot Q_{it} + \beta_2 \cdot \left(\frac{CF}{K}\right)_{it} + \beta_3 \cdot D_{it} + \beta_4 \cdot D_{it} \cdot \left(\frac{CF}{K}\right)_{it} + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

其中, D_{it} 是代表财务是否受限制的哑变量, 财务受到限制时取 1, 否则取 0。

根据前文的理论分析, 提出以下待检验的假设:

假设 1: 方程 (2) 中的 β_1 显著大于零, 投资额与投资机会成显著正相关关系。

假设 2: 方程 (2) 中的 β_2 显著大于零, 投资额与内部融资能力成显著正相关关系。

假设 3: 方程 (2) 中的 β_3 显著大于零, 公司外部融资受限时, 投资额对内部融资能力的斜率将更大。

假设 4: 方程 (2) 中的 β_4 显著小于零, 公司外部融资受限时比外部融资不受限制时的投资额更低。

三、变量与样本数据

(一) 变量

方程 (2) 中共涉及 5 个主要的变量, 即: 代表投资额的 I , 作为投资机会代理变量的 Q , 作为内部融资能力代理变量的经营现金流 CF , 反映财务受限制 (即外部融资能力受限制) 情况的虚拟变量 D , 以及为消除规模影响而用来进行标准化的资本存量 K 。本文对这些变量的具体度量方式说明如下:

1. 投资。国外同类研究 (FHP98、Hoshi 等 (1991)、Whited (1992)、Bond 和 Meghir (1994)、Cleary (1999) 等) 所称的投资通常是指设备、厂房等固定资产的投资。他们认为, 固定资产投资是增加企业未来生产和盈利能力的“真实投资” (Real Investment), 符合新古典投资理论中资本量的概念。当然, 也有一些学者研究内部融资能力对存货投资 (Carpenter, Fazzari 和 Petersen (1994) 等)、研发投资 (Hall (1992) 等)、人力资源投资 (Cantor (1990) 等) 的影响。考虑到中国上市公司研发投资和人力资源投资等数据可得性的限制, 本文所称的投资仅指固定资产投资。

关于固定资产投资的具体度量, FHP98 等文献都只对 I 的度量做出了简要说明, 即 “ I 代表在 t 期投入

到厂房和设备的投资”,但没有明确指出 I 的定义式。在我国上市公司信息披露中,也还没有独立的固定资产增减变化公告制度。因此,本文在确定 I 时采用类似陆正飞和黄明辉(2002)所采用的度量固定资产投资的方法,即通过计算 t 期和 t-1 期末固定资产原始价值的差额来表示 t 期的固定资产投资额。而固定资产原始价定义为资产负债表上“固定资产合计”加上“累计折旧”。这一定义包含了虽然当年尚未投入使用,但却属于公司固定资产投资的在建工程。

上述方法计算出来的投资额可能出现负数。一般地,投资额不应该为负数,因此,按上述方法计算出来的投资额若为负数时,就应该将所有负的投资指定为投资额等于 0。^{*}但本文没有采取这种处理方法,而是允许“负投资”(即净的“投资收回”)的存在,用以反映均衡资本量的自由变动。“负投资”表示受各种因素影响,均衡资本量下降。为了排除规模的影响,将 I 除以期初的固定资产账面原值 K 进行标准化,得到直接用于回归的因变量 IK。

2. 投资机会。如前所述,投资机会可以用平均的 Tobin Q 来刻画。关于 Q 的具体度量,FHP98、Hoshi 等(1991)文献采用更为接近 Tobin Q 原始定义的方法,通过计算公司市场价值与固定资产重置成本的比值来得到回归方程中使用的 Q。由于重置成本计算过于复杂,本文采用 Chung 和 Pruitt(1994)等文献所使用的 Tobin Q 简易计算方法,即:

$$TQ = \frac{MV + NL}{TA} \quad (3)$$

其中,TQ 是所计算的简易 Tobin Q;MV 是公司股份的市场价值;NL 为公司的净负债,等于账面总负债减去账面速动资产(流动资产减去存货净额);TA 为公司账面总资产。这几个变量都是期初数值。

此外,Cleary(1999)等依据 Perfect 和 Wiles(1994)所指出的“Q 的复杂计算方法对整个研究的结果改进贡献有限”这一结论,完全放弃了 FHP98 等文献中 Q 的复杂计算方法,代之以市净率(Market-to-book Ratio)作为投资机会的度量。

由于国外已有研究中使用 Tobin Q 简易计算方法和市净率方法所得到的研究结论相反,本文分别使用 Tobin Q 简易计算值和期初市净率作为 Q 的代理变量,引出两类不同的回归方程进行回归,并将回归结果进行比较。

3. 内部融资能力。国外已有研究中对内部融资能力的度量基本没有分歧,都是使用经营现金流量(CF)来代表。经营现金流是公司内部积累资本的源泉,经营现金流的多少能够很好地反映公司内部融资的能力。本文将沿用这一度量方法。并且,为了排除规模的影响,本文用固定资产账面原值来标准化,得到另一个回归自变量 CFK。

4. 财务受限情况。关于财务受限情况的度量,FHP98 等使用的是股利支付情况法,即以现金股利支付的多少来反映财务受限制的情况:支付现金股利多的公司财务受限制少,因为只有不存在财务限制,容易获得外部融资的情况下,才能发放较多的现金股利。Hoshi 等(1991)依据日本公司的特征,用是否为财团成员这一标准对财务受限情况进行分组:若公司是财团成员,则获得来自财团的融资较为容易,从而财务受限制较弱。Whited(1992)采用公司是否有债券评级这一标准对财务受限情况进行分组:有债券评级的公司,信息不对称问题不是很严重,从外部获取资金的可能性较大,从而财务受限制状况较弱。Cleary(1999)采用 Altman 在 1968 年《财务比率,判别分析和公司破产预测》一文中所使用的判别方法,通过计算多项客观的财务比率并构造判别方程来进行财务受限分类。

考虑到我国尚不存在权威的公司债券评级,也没有同日本相似的财团特征,本文采用以下两个代表财务受限状况的自变量:第一个自变量(FCdiv)是公司发放现金股利的情况,若某期末发放现金股利,则表示该期财务不受限制,FCdiv 为 0,否则为 1;第二个自变量(FCdet)是公司的资产负债率,资产负债率越

高,公司外部融资(尤其是外部债权融资)越受限制,财务受限制程度越高。由于资产负债率是一个连续变量,并且很难找到一个有理论依据的分割点来区分财务是否受到限制,因此在第二个回归方程中将直接使用资产负债率这一连续变量。

以是否分配现金股利作为财务受限的代理变量,包括了外部债权融资受限和外部股权融资受限。而以资产负债率作为财务受限的代理变量,则主要包括外部债权融资受限。资产负债率高的公司并不一定面临增发或配股的限制。之所以把债权融资限制单独加以讨论,是因为在我国证券市场上增发或配股等外部股权融资渠道并不是上市公司可以稳定依赖的融资来源——增发或配股都要经过证监会的审批,并且获得审批通过的上市公司数目非常有限^①。

5. 资本存量。资本存量(K)以期初(即上期末)固定资产账面原值进行度量,用以反映当期的生产能力。资本存量主要用于对投资额、内部融资能力进行标准化。

在确定了各变量的具体度量方式之后,前述回归方程重新表达如下:

$$IK = \beta_0 + \beta_1 MB + \beta_2 CFK + \beta_3 CFK_FCdiv + \beta_4 FCdiv + \varepsilon \quad (4)$$

$$IK = \beta_0 + \beta_1 MB + \beta_2 CFK + \beta_3 CFK_FCdet + \beta_4 FCdet + \varepsilon \quad (5)$$

$$IK = \beta_0 + \beta_1 TQ + \beta_2 CFK + \beta_3 CFK_FCdiv + \beta_4 FCdiv + \varepsilon \quad (6)$$

$$IK = \beta_0 + \beta_1 TQ + \beta_2 CFK + \beta_3 CFK_FCdet + \beta_4 FCdet + \varepsilon \quad (7)$$

其中 IK 是以期初固定资产原价标准化的本期投资,MB 是市净率,TQ 是简易计算的 Tobin Q,CFK 是以期初固定资产原价标准化的本期经营现金流量,FCdiv 和 FCdet 分别是用现金股利和资产负债率表示的反映财务受限情况的变量,其中 FCdiv 是哑变量,CFK_FCdiv 和 CFK_FCdet 分别是现金流量与两种财务受限变量的交互作用。由于投资机会和财务受限情况分别用两个变量表示,因而共需检验四个不同的回归方程。

(二) 样本数据描述

样本数据来源于色诺芬 CCER 中国资本市场数据库(2002 版)。考虑到不同行业的生产特征差异和以往同类研究惯例,本文选用非金融类制造业企业的数据。样本采用 2000—2002 年的数据,根据色诺芬 CCER 中国资本市场数据库对上市公司的分类抽取前后两年都被划分为制造业企业的上市公司的相关数据。由于 CCER 数据库在 1999 年以前的数据都没有划分行业,因此 1999 年以前的数据不进入样本,并且 2000 年的样本是 2000 年被划到制造业的所有公司,其中包括极少数几个在 2000 年才进入制造业的公司。之所以选定前后两年都是制造业的公司,是由于前述变量的计算中不少涉及期初和期末两个时点的数据,如果前后期不同属制造业,则有可能在固定资产存量、年度投资行为等方面存在行业性差异。此外,由于 ST、PT 类型的公司经营及股市交易情况不正常,故将其排除在样本之外。

使用 Excel 按照前述计算方法将上述原始数据计算为回归方程中所使用的变量,最后得到各年的样本量为:2002 年 557 个数据,2001 年 527 个数据,2000 年 490 个数据,共有 1574 个数据构成面板数据,描述性统计见表 1。

^① 以 2002 年为例,2002 年全年获准配股、增发新股及可转债的公司只有 40 家,只占 2001 年底 1160 家上市公司的 3.45%——根据中国证监会 2002 年各月《配股、增发、转债汇总表》统计,见 <http://www.csrc.gov.cn>。

表 1 面板数据描述性统计

	变量	平均值	标准差	中位数
FCdiv=0 财务不受限组 共 902 个观测	IK	0.356511	0.576286	0.211462
	MB	4.596289	2.359163	4.066960
	TQ	2.713634	1.440008	2.403644
	CFK	0.173815	0.299109	0.149878
	FCdet	0.365125	0.145354	0.354627
FCdiv=1 财务受限组 共 672 个观测	IK	0.110099	0.319645	0.051548
	MB	5.464977	5.249830	4.276459
	TQ	2.634696	1.586840	2.186255
	CFK	0.062571	0.241494	0.061056
	FCdet	0.467665	0.185642	0.464908
全面板数据 共 1574 个观测	IK	0.251309	0.498674	0.135366
	MB	4.967164	3.889649	4.157013
	TQ	2.679933	1.504465	2.339468
	CFK	0.126321	0.281340	0.111147
	FCdet	0.408903	0.171397	0.397712

从表 1 可以看到,财务不受限制 (FCdiv=0) 的组相对于财务受限制 (FCdiv=1) 的组而言,以固定资产原值标准化后的投资 (IK) 和反映内部融资能力的经营现金净流量 (CFK) 明显较高,而反映外部债权融资能力受限情况的资产负债率 (FCdet) 则明显较低。

为考察各变量在不同年度的取值特征是否存在一致性,表 2 给出了各基本变量分年度的中位数统计。在表 1 的全面板数据中所反映出来的上述特征在三个分年度数据集中都持续存在。

表 2 各基本变量分年度中位数

	变量	2000 年	2001 年	2002 年
FCdiv=0 财务不受限组	IK	0.193174	0.221540	0.212200
	MB	3.553523	4.931218	3.709683
	TQ	2.113108	3.005910	2.112139
	CFK	0.149068	0.139526	0.159658
	FCdet	0.355626	0.341126	0.374398
	观测数	291	327	284
FCdiv=1 财务受限组	IK	0.038665	0.074855	0.042891
	MB	3.589534	5.378589	4.060393
	TQ	1.951926	2.789907	2.047375
	CFK	0.055437	0.051099	0.067331
	FCdet	0.455036	0.457114	0.479734
	观测数	199	200	273

根据样本数据的描述性统计结果,可以从直观上推断,假设 4 是成立的,因为财务不受到限制的公司,其投资要相对高一些。

另一方面,没有发放现金股利的公司资产负债率也较高,说明两个反映外部融资受限的变量是正相关的。从而我们可以预计在用 FCdet 作为外部融资受限情况的代理变量时,假设 4 仍是成立的。

四、回归结果

本部分使用 SAS 8.2 对前述包含 1574 个观测值的面板数据进行回归,对方程 (4) 至 (7) 进行检验。表 3 分别给出了这四个方程中四个自变量(投资机会,内、外部融资能力以及两者的交互作用)回归方程系数的参数估计、标准误、t 值以及 p 值,由于截距项并不是我们所关注的项目,因此在表 3 中略去。

表 3 样板数据回归结果汇总

	IK =	参数估计	标准误	t 值	p 值
方程 (4)	MB	0.00641	0.00306	2.09	** (0.0365)
	CFK	0.5075	0.05224	9.71	*** (0.0001)
	CFK_FCdiv	-0.34031	0.09143	-3.72	*** (0.0002)
	FCdiv	-0.21722	0.02462	-8.82	*** (0.0001)
	调整可决系数	0.1154			
方程 (5)	MB	0.00869	0.00315	2.76	*** (0.0059)
	CFK	0.60381	0.11635	5.19	*** (0.0001)
	CFK_FCdet	-0.38639	0.27361	-1.41	(0.1581)
	FCdet	-0.4983	0.07155	-6.96	*** (0.0001)
	调整可决系数	0.0958			
方程 (6)	TQ	0.03721	0.00784	4.75	*** (0.0001)
	CFK	0.51175	0.05195	9.85	*** (0.0001)
	CFK_FCdiv	-0.32686	0.09095	-3.59	*** (0.0003)
	FCdiv	-0.20738	0.02438	-8.51	*** (0.0001)
	调整可决系数	0.1255			
方程 (7)	TQ	0.03169	0.0081	3.91	*** (0.0001)
	CFK	0.60463	0.11607	5.21	*** (0.0001)
	CFK_FCdet	-0.37399	0.27298	-1.37	(0.1709)
	FCdet	-0.40199	0.0711	-5.65	*** (0.0001)
	调整可决系数	0.1002			

*** 表示在 99%可信度上显著,** 表示在 95%可信度上显著,回归检验通过了 SAS 的 VIF 和 DW 检验,不存在多重共线性和残差自相关,但使用 White 检验存在残差异方差,以上结果是进行了 White 异方差调整之后的结果。

从上述回归结果可以发现,本文提出的假设 1、2、4 都得到了显著的支持,这表明在中国资本市场上,投资额与投资机会、内部融资能力成正相关,与外部融资限制程度成负相关。但是,内部融资能力与外部融资限制的交互作用项同因变量 IK 成显著负相关关系^①,这表明回归结果正好与假设 3 相反,背离了理论推测的投资行为特征。交互项 CFK_FCdiv 的系数为负数,意味着当外部融资受限(FCdiv=1)时,CFK 的系数要小于外部融资不受限时(FCdiv=0)的系数。这一结果同 KZ97、Cleary (1999) 等文献的结果相同,但与 FHP88 等文献的结果相反。

^① FCdet 是连续变量,其与 CFK 的交互项没有确切的意义,同时也不显著,故这里只讨论 FCdiv 与 CFK 的交互项。

五、结论、讨论与局限

本文目的在于探讨在中国这样一个非完全的资本市场上,公司的投资与其内外部融资能力之间的关系。研究表明,在中国资本市场上,上市公司的投资大小与公司面临的投资机会以及内部融资能力显著正相关,而与外部融资能力受限制显著负相关,与理论推测的投资行为特征一致;而公司面临外部融资限制时投资大小对内部融资能力的反应系数,显著小于不面临外部投资限制时的反应系数,与理论推测相反。导致上述实证结果与理论推测相反的可能原因有二:一是由于假设提出过程中忽略了其他一些影响管理层投资行为的重要因素;二是变量度量方面可能存在偏差。

在本文的理论推导部分,管理层的投资决策(表现为均衡资本需求量)只受到资本成本和投资机会的影响,而实际上,管理层在投资决策的过程中可能会表现出保守主义的行为偏差。当外部融资受到限制的时候,管理层将会特别注重保持公司的流动能力,经营活动产生的现金流(即内部融资)首先被用于补充营运资金来保持公司的流动能力,而不是用于投资固定资产。在这种情况下,公司的投资虽然仍与内部融资能力保持正相关关系,但其相关程度被减弱了。方程(4)和方程(6)中 CFK 的系数绝对值大于 CFK_{FC-div} 的系数绝对值,说明在外部融资受限的情况下,投资仍与内部融资能力保持正相关关系;而 CFK_{FC-div} 的系数符号为负,则说明这种正相关关系由于保守主义管理层对流动性的偏好而被减弱了。

本研究的主要局限在于投资机会和融资限制的表征变量选择。一般而言, $Tobin Q$ 能表示投资机会的基本前提是,在完全市场假说下,股票的市场价值由公司未来的现金流量决定,而未来的现金流量又由当前和以后的投资机会决定。因此,在非完全的资本市场上,用 $Tobin Q$ 来表示投资机会确有理论上的不足。但是,非完全市场中股票的市场价值虽然可能受其他因素的影响,但未来现金流量及其背后的投资机会对股票的市场价值仍然有一定的解释力。并且,由于 $Tobin Q$ 是可以通过公开数据客观地计算出来的连续变量,在考虑了模型的适用性与数据的可得性和有效性之后,用 $Tobin Q$ 来表征投资机会还是比较合适的。如果不使用 $Tobin Q$ 作为投资机会的表征,替代的方式可以通过分析年报中的管理层讨论等部分进行分析和分类,得到非连续的分类变量并以此表征投资机会,进而使用 $Logic$ 回归进行分析。这样处理的好处是投资机会的表征变量似乎更为恰当,但很难避免分析和分类中的主观性。

融资限制表征变量的选择也存在一定局限性。在中国上市公司中,是否分配股利可能不完全是由融资能力决定的。但是,缺乏融资能力的公司分配现金股利的可能性显著小于具有融资能力的公司。因此,是否分配现金股利一定程度上还是可以反映公司融资能力的。当然,也可以考虑采用分析年报判断融资限制情况构造分组变量,但这难免主观,并且数据获取比较困难。资产负债率是用于反映融资限制的一个简单的连续变量,之所以要引入它是考虑到债权融资限制在中国特有的重要性。

进一步的研究除了可以设法改进变量度量以外,还可以通过问卷或访谈调查等方式,更为具体地研究上市公司实际投资行为的影响因素及其影响程度。

参考文献

- 1.冯巍.2002.企业投资行为研究.北京:中国时代经济出版社。
- 2.陆正飞、黄明辉.2002.固定资产投资的信息含量研究——来自中国 A 股市场的证据.中国会计与财务研究,2。
- 3.郑江淮、何旭强、王华.2001.上市公司投资的融资约束:从股权结构角度的实证分析.金融研究,11。
- 4.Alonso-Borrego, Ceasar and Samuel Bentolila. 1994. Investment and Q in Spanish Manufacturing Firms. Oxford Bull. Econ. Statist.,49-65.

5. Bernanke, Ben, and Mark Gertler. 1989. Agency Costs, Net Worth, and Business Fluctuations. *American Economic Review* 79, 14-31.
6. Bernanke, Ben, and Mark Gertler. 1990. Financial Fragility and Economic Performance. *Quarterly Journal of Economics* 105, 97-114.
7. Bond, Stephen, and Costas Meghir. 1994. Dynamic Investment Models And the Firm's Financial Policy. *Review of Economic Studies* 61, 197-222.
8. Cantor, Richard. Effects of Leverage on Corporate Investment and Hiring Decisions. *Fed. Res. Bank of New York Quart. Rev.*, Summer, 31-41.
9. Carpenter, Robert E., Steven M. Fazzari, and Bruce C. Petersen. 1994. Inventory Investment, Internal-Fluctuations, and the Business Cycle. *Brookings Pap. Econ. Act.* 2, 75-122.
10. Chow, Clement Kong-Wing, and Michael Ka Yiu Fung. 2000. Small Businesses and Liquidity Constraints in Financing Business Investment: Evidence from Shanghai's Manufacturing Sector. *Journal of Business Venturing* 15, 363-383.
11. Chung, K., and S. Pruitt. 1994. A Simple Approximation of Tobin's q . *Financial Management* 23, 70-74.
12. Cleary, Sean. 1999. The Relationship between Firm Investment and Financial Status. *Journal of Finance* 54, 673-692.
13. Elston, Julie A.. 1993. Firm Ownership Structure and Investment: Evidence from German Manufacturing, 1968-1984. Mimeo-graph. Wissenschaftszentrum Berlin.
14. Fazzari, Steven, R. Glenn Hubbard, and Bruce Petersen. 1988. Financing Constraints and Corporate Investment. *Brookings Papers on Economic Activity* 19, 141-195.
15. Gertler, Mark. 1992. Financial Capacity and Output Fluctuation in an Economy with Multiperiod Financial Relationship. *Review of Economic Studies* 59, 455-472.
16. Greenwald, Bruce, Joseph Stiglitz, and Andrew Weiss. 1984. Information Imperfections and Macroeconomic Fluctuations. *American Economic Review* 74, 194-199.
17. Hall, Bronwyn H.. 1992. Investment and Research and Development at the Firm Level: Does the Source of Financing Matter? . Working paper No. 92-194. Department of Economics. U. of California. Berkeley, May.
18. Hayashi, Fumio. Tobin's Marginal q and Average q : A Neoclassical Interpretation. *Econometrica*. Jan. 50 (1), 213-240.
19. Hoshi, Takeo, Anil K. Kashyap, and David Scharfstein. 1991. Corporate Structure Liquidity and Investment: Evidence From Japanese Panel Data. *Quarterly Journal of Economics* 106, 33-60.
20. Hubbard, R. Glenn. 1998. Capital-Market Imperfections and Investment. *Journal of Economic Literature*. Vol. XXXVI, 193-225.
21. Lindenberg, E.B., and S.A. Ross. 1981. Tobin's q Ratio and Industrial Organization. *Journal of Business* (January), 1-32.
22. Kaplan, Steven N., and Luigi Zingales. 1997. Do Financing Constraints Explain why Investment is Correlated with Cash Flow? . *Quarterly Journal of Economics* 112, 169-215.
23. Modigliani, Franco, and Merton H. Miller. 1958. The Cost of Capital, Corporation Finance, and the Theory of Investment. *American Economic Review* 48, 261-297.
24. Myers, Stewart C.. 1984. The Capital Structure Puzzle. *Journal of Finance* 39, 575-592.
25. Myers, Stewart C., and Nicholas Majluf. 1984. Corporate Financing and Investment Decisions when Firms Have Information that Investors Do Not Have. *Journal of Financial Economics* 13, 187-221.
26. Oliner, Stephen D., and Glenn D. Rudebusch. 1992. Sources of the Financing Hierarchy for Business Investment. *Review of Economics and Statistics* 74, 643-654.
27. Perfect, Steven, and Kenneth Wiles. 1994. Alternative Constructions of Tobin's q : An Empirical Comparison. *Journal of Empirical Finance* 1, 313-341.
28. Schaller, Huntley. 1993. Asymmetric Information, Liquidity Constraints, and Canadian Investment. *Canadian Journal of Economics* 26, 552-574.
29. Tobin, James. 1969 (1) . A General Equilibrium Approach to Monetary Theory. *J. Money, Credit, Banking*, Feb., 15-29.

30. Whited, Toni. 1992. Debt, Liquidity Constraints, and Corporate Investment: Evidence From Panel Data. *Journal of Finance* 47, 1425-1460.

Internal Financial Capability, External Financial Constraints and Enterprises' Investment Behavior

——Evidence from the Listed Companies of Manufacture in China

Lu Zhengfei Tang rui

Abstract In this paper, from the demand-supply relationship of capital, we first give a series of deductive conclusions: the investment of an enterprise has a positive correlation with investment opportunity and internal financial capability, while a negative correlation with external financial constraints. And instinctively, the more severe the constraints are, the more the investment relies on the internal finance. To verify these conclusions, we use a sample of 1,574 entries, based on the manufacturing sector data of 2000—2002, to carry out the regression. The empirical results support the former 3 conclusions, and oppose the last one.

Key Words investment internal financial capability external financial constraints Tobin Q

内地公司治理水平的提升:诚信·内部控制·信息披露

何顺文 李元莎

【摘要】 本文围绕着提升内地公司治理水平这个主题,从金融体制改革与产权制度创新、金融市场缺陷与海外战略部署和公司法规修改三个角度对其进展做了回顾;从引进有形规则但忽视无形制度、专制传统根深固致使平等问责不彰两个侧面讨论了诚信缺失的原因;提出企业管理上需要淡化个人色彩以向集体控制迈进的建言;分析了实施内部控制制度面临的窘境并提出了完善建议;提出应当建立有效的信息披露制度以推动公司治理结构的改善。

【关键词】 诚信 内部监控 信息披露 公司治理

毫无疑问,2004 年既是内地经济浓墨重彩的一年,也是社会经济曲折前行的一年。旧的问题正在不断显现和解决或得到应有的关注,新的问题也在不断酝酿——各种经济力量在相互角逐中引领新的发展潮流并形成新的矛盾,未来之路依然困难重重。公司治理作为经济和企业发展的一个重要方面,在这一宏观整体背景下,也承载了诸多的问题和意识、聚焦了众多的考虑和思辨。过去的一年多,内地公司治理实践内容丰富、题材多样,既有相应主体潜心研究、极力推动、身体力行,也有不期然的多个重大事件的集中爆发,从而构成了一幅有特色的写意画卷。串联起一年来众多事件的三个主题词是:国有企业、资本市场、国际化。应当指出的是,这种归纳只能是有限理性的,不可能概括所有的治理实践,而且在实践中,这三条主线也是相互交织、彼此作用的。

收稿日期:2005-07-06

作者简介:何顺文,博士,现任香港浸会大学工商管理学院院长兼公司治理及金融政策研究中心主任。曾任香港会计学会创会会长及现任世界会计教育与研究联合会(IAAER)副会长,教授,博士生导师,会计师。

李元莎,香港浸会大学工商管理学院博士研究生,中国注册会计师。