



三友会计论丛 SUNYO ACADEMIC SERIES IN ACCOUNTING

第13辑

FINANCING AND INVESTING BEHAVIOR,
INFORMATION DISCLOSURE
AND COST OF CAPITAL

企业融投资行为、 信息披露与资本成本

支晓强 ● 著



三友会计论丛 SUNYO ACADEMIC SERIES IN ACCOUNTING

FINANCING AND INVESTING BEHAVIOR,
INFORMATION DISCLOSURE
AND COST OF CAPITAL

企业融投资行为、 信息披露与资本成本

支晓强 ● 著

FE 东北财经大学出版社
Dongbei University of Finance & Economics Press

大连

© 支晓强 2012

图书在版编目 (CIP) 数据

企业融投资行为、信息披露与资本成本 / 支晓强著.
—大连: 东北财经大学出版社, 2012. 5
(三友会计论丛·第13辑)
ISBN 978-7-5654-0801-4

I. 企… II. 支… III. ①企业融资-研究②企业-
投资-研究③企业管理-信息管理-研究④企业管理-财
务管理-研究 IV. F275

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2012) 第 086281 号

东北财经大学出版社出版
(大连市黑石礁尖山街 217 号 邮政编码 116025)

教学支持: (0411) 84710309

营 销 部: (0411) 84710711

总 编 室: (0411) 84710523

网 址: <http://www.dufep.cn>

读者信箱: dufep@dufe.edu.cn

大连图腾彩色印刷有限公司印刷 东北财经大学出版社发行

幅面尺寸: 148mm×210mm 字数: 125 千字 印张: 5 1/4

2012 年 5 月第 1 版 2012 年 5 月第 1 次印刷

责任编辑: 李智慧 孙佳音 时 博 责任校对: 百 果

王芃南 李 彬

封面设计: 冀贵收 版式设计: 钟福建

ISBN 978-7-5654-0801-4

定价: 20.00 元

本书是国家自然科学基金青年项目（70902076）和中国人民大学科学研究基金（中央高校基本科研业务费专项资金资助）项目（10XJ050）的成果。

作者简介

支晓强，男，1974年生，山西平遥人，2001年毕业于中国人民大学，获博士学位。现任中国人民大学商学院副院长、副教授，入选财政部首届会计领军（后备）人才，兼任中国会计学会财务成本分会副会长、中国会计学会内部控制专业委员会委员等，主要研究方向为会计准则和公司财务。曾在《管理世界》、《会计研究》等刊物发表论文多篇，曾主持国家自然科学基金、教育部人文社会科学基金等研究项目。

出版者的话

随着我国以社会主义市场经济体制为取向的会计改革与发展的不断深入，会计基础理论研究的薄弱和滞后已经产生了越来越明显的“瓶颈”效应。这对于广大会计研究人员而言，既是严峻的挑战，又是难得的机遇。说它是“挑战”，主要是强调相关理论研究的紧迫性和艰巨性，因为许多实践问题急需相应的理论指导，而这些实践和理论在我国又都是新生的，没有现成的经验和理论可资借鉴；说它是“机遇”，主要是强调在经济体制转轨的特定时期，往往最有可能出现“百花齐放，百家争鸣”的昌明景象，步入“名家辈出，名作纷呈”的理论研究繁荣期和活跃期。

迎接“挑战”，抓住“机遇”，是每一个中国会计改革与发展的参与者和支持者义不容辞的责任。为此，我们与中国会计学会财务成本分会、东北财经大学会计学院联合创办了一个非营利的学术研究机构——三友会计研究所，力求实现学术团体、教学单位、出版机构三方的优势互补，密切联系老、中、青三代会计工作者，发挥理论界、实务界、教育界三方面的积极性，致力于会计、财务、审计三个领域的科学研究和专业服务，以期为我国的会计改革与发展作出应有的贡献。

三友会计研究所的重大行动之一就是设立了“三友会计著作基金”，用于资助出版“三友会计论丛”。它旨在

荟萃名人力作及新人佳作，传播会计、财务、审计研究与实践的最新成果与动态。自 1997 年起，本论丛定期遴选并分辑推出。

采取这种多方联合、协同运作的方法，如此大规模地遴选、出版会计著作，在国内尚属首次，其艰难程度不言而喻。为此，我们殷切地希望广大会计界同仁给予热情支持和扶助，无论作为作者、读者，还是作为评论者、建议者，您的付出都将激励我们把“三友会计论丛”的出版工作坚持下去，越做越好！

东北财经大学出版社

三友会计论丛编审委员会

顾问:

欧阳清 冯淑萍 李志文

委员 (以姓氏笔画为序):

马君梅	王化成	王立彦	王光远
方红星	刘 峰	刘永泽	刘志远
刘明辉	孙 铮	宋献中	李 爽
张为国	张龙平	张先治	张俊瑞
何顺文	杨雄胜	陆正飞	陈 敏
陈国辉	陈建明	陈信元	陈毓圭
周守华	罗 飞	孟 焰	郑振兴
赵德武	夏冬林	秦荣生	徐林倩丽
黄世忠	谢志华	蔡 春	薛云奎
魏明海	戴德明		

目 录

1 导 言	1
1.1 本书的写作框架	1
1.2 本书的研究结论	2

上篇 企业融投资行为

2 企业特征、现金流与投资行为	9
2.1 引言	9
2.2 理解企业融投资行为关系的理论基础	11
2.3 文献综述与理论分析	17
2.4 研究设计	21
2.5 实证结果及分析	25
2.6 结论	31
3 管理层激励、现金流与投资行为	34

3.1 引言	34
3.2 文献回顾	36
3.3 理论分析与研究假设	41
3.4 研究设计	44
3.5 实证结果及分析	47
3.6 结论	50

4 控股股东、现金流与投资行为	52
4.1 文献回顾	52
4.2 理论分析与假设提出	53

4.3	研究设计	54
4.4	实证结果及分析	55
4.5	结论	59
5	股权流动性与债权人利益保护	61
5.1	引言	61
5.2	文献回顾	62
5.3	理论分析	63
5.4	实证检验	66
5.5	结论与建议	71
6	股东—债权人冲突与企业投资行为	73
6.1	引言	73
6.2	理论分析	73
6.3	我国上市公司股东、债权人现状分析	76
6.4	模拟分析	78
6.5	结论及政策建议	91

下篇 信息披露与资本成本

7	信息披露与资本成本：影响路径与机理	97
7.1	估计风险与资本成本	98
7.2	信息不对称、交易成本与资本成本	99
7.3	信息披露、真实投资决策与资本成本	102
7.4	小结	103
8	信息披露与资本成本：实证研究	104
8.1	引言	104
8.2	研究设计	105

8.3	实证结果与分析	109
8.4	结 论	116
9	投资者利益保护与资本成本	118
9.1	问题的提出	118
9.2	相关文献回顾	121
9.3	投资者利益保护指标的设计	124
9.4	样本、变量及描述性统计	128
9.5	投资者利益保护与股权融资成本之间关系的实证检验 ...	133
9.6	结语及不足之处	140
	主要参考文献.....	142
	后 记.....	152

1 导 言

这本书是我对自己这些年的研究积累重新梳理和总结的结果，其中有些文章已经发表，有些则是从电脑文档中找出来首次面对读者。在此次成书的过程中，我又对它们进行了不少修正，希望能够契合到我整体的研究思路和体系中。本书的研究方法主要是实证研究，利用我国资本市场的数据对各种研究假设进行检验，旨在证实或证伪主流的财务理论及明确其适用条件和框架。

1.1 本书的写作框架

本书共分两篇，分别研究企业融投资行为的关系，以及信息披露与资本成本的关系。

在 Modigliani 和 Miller (1958) 划时代的文章中，与命题一和命题二相比，命题三——投资与筹资无关——受到的关注长期以来一直相对较少。随着研究的深入，尤其自 Fazzari、Hubbard 和 Petersen (1988) 之后，企业融投资之间的关系逐渐成为了理论界关注的热点问题之一。企业融资行为是否影响投资行为、如何影响投资行为、在何种情形下的影响会更强烈些，以及何种理论能够更好地解释融投资行为之间的关系等问题，也成为了财务理论中亟待得以澄清和剖析的主题。本书的第一篇就针对上述问题展开研究，我们分别从企业特征、管理层激励、控股股东性质等三个维度来讨论企业内部内源融资与企业投资行为之间的关系，或者说三种特征变量对融投资关系的影响，然后从代理冲突中相对不太被关注的股

东债权人角度来讨论融投资行为之间的关系。

毫无疑问，资本成本是财务与会计领域关注的核心问题之一。无论是企业融资和投资，还是公司价值评估和企业绩效评价，资本成本都是绕不开的主题。而且，不管是会计制度和证券市场相关制度的设计者，还是微观主体——企业，都在试图降低整体市场或个别企业的资本成本。本书的第二篇针对资本市场中的基础制度安排之一——信息披露，研究了信息披露与资本成本的关系。我们从理论层面分析了信息披露如何以及怎样影响资本成本，并利用资本市场的数据分析了信息披露质量对资本成本的具体影响，还研究了投资者利益保护对企业权益资本成本影响。

1.2 本书的研究结论

企业融投资行为关系方面的主要研究结论如下：

第2章“企业特征、现金流与投资行为”，研究了企业现金流与企业投资行为之间的关系，并考察了企业特征对两者间关系的影响。我们发现，我国上市公司表现出显著的投资现金流敏感度，规模较大的企业投资现金流敏感度更强，而且这一现象不受企业规模计量指标的影响。一般认为融资约束会转化为较高的资本成本，表现为较强的投资现金流敏感度。大企业显然比小企业更容易获得资金，但为什么大企业的投资现金流敏感度更高呢？我们认为，这是因为规模较大的企业“挥霍”内部资金的成本较低，规模较小的企业“挥霍”内部资金的代价则较高。如果假设企业的投资行为理性，管理层完全按照股东利益行事，那么融资约束较强的企业会表现出较强的投资现金流敏感度。但如果管理层与股东利益并不完全一致，存在过度投资倾向，那么当企业面临较强的融资约束时，企业反而会表现出较弱的投资现金流敏感度。由于面临较严重融资约束的企业比融资约束较弱的企业更需要珍惜内部资金，他们必须

为真正有利可图的投资项目储备资金，表现为对内部资金的“吝啬”使用。或者可以理解为，融资约束让企业致力于提高投资效率，加强了投资管理。另外，我们发现面临严重融资约束的企业，如T族企业、亏损企业、经营活动现金流小于零的企业，表现出了较低的投资现金流敏感度，甚至不敏感。其原因是，企业为了维持自身的生存，必须进行一些投资项目，没有周转余地。当企业陷入此种境地时，资本成本已经不再是首要的考虑因素了。

第3章“管理层激励、现金流与投资行为”，考察了业绩报酬敏感度对企业内部现金流与投资行为之间关系的影响。为了证明自由现金流假说和信息不对称假说何者对企业的投资现金流敏感度更具有解释力度，我们以管理层激励为切入点，研究了业绩报酬敏感度对投资现金流敏感度的影响。我们发现投资现金流敏感度与管理层业绩报酬敏感度呈非线性关系。总的来看，随着业绩报酬敏感度的增加，投资现金流敏感度会先增加后降低。这表明，我国上市公司中的投资现金流敏感度主要是由企业内外部信息不对称所导致的融资约束造成的。从理论意义来讲，本章是从另外的角度验证了优序融资理论。虽然近年来关于我国上市公司融资行为的研究多发现上市公司偏好股权融资，并不像优序融资理论分析的那样优先选择内部融资，但在本章中，我们发现融资约束更好地解释了公司投资支出与其内部现金流的关系。这表明，我国上市公司内外部存在较大程度的信息不对称，而且这一信息不对称使得外部资金供给者将会索取较高的风险溢价，从而使上市公司表现出一定的融资约束。

第4章“控股股东、现金流与投资行为”，将公司控股股东所有权性质引入了分析框架中，考察了国有控股与非国有控股公司在投资现金流敏感度方面的差异，控股股东持股比例对投资现金流敏感度的影响，以及业绩报酬敏感度对投资现金流敏感度的影响。我们没有发现国有控股公司和非国有控股公司在投资现金流敏感度方面的显著差异。我们也没有发现控股股东持股比例对投资现金流敏

感度存在显著影响的证据，这说明控股股东对上市公司可能存在掏空行为。我们发现，控股股东所有权性质将会影响到投资现金流敏感度和管理层业绩报酬敏感度之间的关系。在国有控股公司中，投资现金流敏感度主要是由信息不对称问题引起的；在非国有控股公司中，投资现金流敏感度主要是由自由现金流问题引起的。

第5章“股权流动性与债权人利益保护”，研究了股权流动性对股东债权人冲突引起的投资不足的影响，并以此为出发点讨论债权人利益保护问题。企业流通股股东与非流通股股东的目标并不一致，流通股股东以股票市价最大化为目标，而非流通股股东以每股净资产最大化为目标。由于公司资产的市场价值往往大于账面价值，因此，相对来说，为实现股权价值最大化，非流通股股东更易发生投资不足行为。我们的实证结果验证了上述观点，发现股权流动性较低的公司（低流通公司）负债比例与投资之间的敏感度大于高流通公司，即资产负债率上升同样的比例，低流通公司比高流通公司放弃更多的投资。2005年的股权分置改革改变了上市公司部分股权不能流动的现象，从而解决了上市公司中非流通股所带来的诸多问题。但相对于上市公司，我国还有更多的非上市公司，这些公司的股权流动性很差，基本上没有一个公开、公正、公平的市场可以进行股权交易，这些公司的股票也没有一个公开的市场价格。所以，对于这些公司的股东而言，其目标就会有别于上市公司的股东，尤其是流通股股东。那么，其在进行相关经营决策时，也就容易损害其他关系人的利益。如本章所分析，股权流动性越低的企业越容易发生投资不足现象，也就是说，这类企业的股东更容易通过投资行为来损害债权人的利益。因此，作为债权人，为了维护自身的利益不受侵害，在出借资金时，除了考虑借款者的财务状况及其资信外，还应该关注借款企业的股权流动性。对于股权流动性较差的企业，应适当提高贷款利率或在贷款协议中对公司的投资行为进行限制（如不能投资高风险项目等），从而保证贷款的顺利

回收。

第6章“股东—债权人冲突与企业投资行为”，运用蒙特卡罗模拟法考察我国上市公司股东——债权人利益冲突对企业投资行为的影响。文献表明，当经理与股东利益一致时，为追求股权价值最大化，企业很可能放弃现金流稳定且净现值为正的项目，而接受现金流波动较大但净现值为负的项目，从而产生投资不足或过度投资的问题，损害债权人及企业整体利益。本章的模拟结果表明，在股权价值最大化目标下，典型企业会放弃现金流固定的无风险项目，但随着项目风险的增加，企业放弃的项目越来越少，当项目风险足够大时，企业甚至会接受一些净现值为负的项目。此外，资产负债率、企业所得税率等因素都会影响股东——债权人利益冲突引起的投资行为。

信息披露与资本成本关系方面的主要研究结论如下：

第7章“信息披露与资本成本：影响路径与机理”，论述了信息披露影响资本成本的三条路径与具体的机理。信息披露主要通过三条路径来影响资本成本。首先，通过投资者的估计风险，即信息披露可以降低投资者的估计风险，从而降低资本成本。其次，通过信息不对称和/或交易成本，即信息披露可以降低信息不对称和/或交易成本，从而降低资本成本。当其他情况不变时，投资者倾向于投资低估计风险、低交易成本和/或少信息不对称的证券。因为对这些特征的证券需求旺盛，这些公司的股票价格较高，资本成本较低。如果披露降低了估计风险、交易成本和信息不对称，披露和资本成本之间呈现负相关关系。然而，这一假说依然存在一些未解决的问题。如果估计风险没有被定价，更多的披露并不会通过这些路径降低资本成本。而且，如果在某些情况下，信息披露导致更多的信息不对称，我们就可能发现信息披露与资本成本之间的正相关关系。最后，通过企业真实的投资决策，即信息披露可以直接影响公司的投资决策，从而影响资本成本。在这一路径中，信息披露的提

高并不一定意味着资本成本的降低。在某些情况下，信息披露甚至可能导致资本成本上升。

第8章“信息披露与资本成本：实证研究”，考察了信息披露质量与权益资本成本的关系。我们对强制信息披露的质量（关注准确性），尝试采用是否发生财务重述作为衡量变量；对自愿信息披露的质量（关注相关性），借鉴内容分析法，构建了自愿信息披露指数。我们发现，检验强制信息披露质量和自愿信息披露质量对权益资本成本的联合影响，要优于检验它们各自对权益资本成本的影响。因为投资者可能会综合权衡这两类信息的披露状况，最终形成对上市公司较为完整的认识。所以在模型中忽略任何一类信息披露质量都可能对最终的检验结果产生影响。实证结果表明，发生财务重述公司的权益资本成本要高于没有发生财务重述的公司，即强制信息披露质量与权益资本成本呈显著负相关关系。我们发现，将自愿信息披露质量的几个方面分开考察，其对因变量的解释效果要优于综合自愿信息披露指标。

第9章“投资者利益保护与资本成本”，在问卷调查的基础上，从公司投资者对公司的权益出发，兼顾微观层面及宏观制度执行层面，设计了我国上市公司投资者利益保护指数，这将使得投资者及相关人员在评价上市公司投资者利益保护时有了一个客观、可行的标准，同时，我们利用这一指数对我国上市公司的投资者保护与股权融资成本之间的关系进行了检验。本章的研究结果表明，与国外已有的相关研究结论相一致，我国上市公司的股权融资成本与投资者利益保护呈显著的负相关关系，具体而言，投资者的投资回报、公司的盈利能力及投资者在公司组织中的地位平等与股权融资成本显著负相关，而投资者对公司的知情权与股权融资成本正相关，但不显著；而上市公司受到证监会及证券交易所处罚与股权融资成本负相关，除了上市公司本身存在问题以外，这可能与我国投资者自身存在某些问题，如过分关注眼前的盈利、投机性过强等有关。