

公司治理、自由现金流 与非效率投资

徐晓东, 张天西

(上海交通大学 安泰经济与管理学院, 上海 200052)

摘要:我国上市公司一方面因代理问题存在着低效率的过度投资,另一方面又面临融资约束导致的投资不足,使得资源配置效率低下。文章检验了我国资本市场上自由现金流与非效率投资之间的关系,以及代理问题和信息不对称问题对两者关系的影响。我们发现,在企业投资过度的情况下,与代理问题的解释一致,自由现金流越多、代理问题越大的企业过度投资的情况越严重;在企业投资不足的情况下,与融资约束的解释一致,外部融资的缺口越大,信息不对称程度越严重的企业呈现出更为严重的投资不足。文章的结论对于完善资本市场功能、保护投资者利益、提高企业投资的决策效率具有参考意义。

关键词:自由现金流;非效率投资;公司治理;不对称信息

中图分类号:F275;F830.591 **文献标识码:**A **文章编号:**1001-9952(2009)10-0047-12

一、引言

近年来国外大量的文献开始研究投资决策和现金流之间的关系,尤其关注代理成本和信息问题在其中的作用和影响。一般认为,信息问题增加市场摩擦,影响企业外部融资的成本,容易导致受流动性约束的企业投资不足和对自身经营现金流的高度依赖(Fazzari等,1988;Hoshi等,1991;Alti,2003;Almeida,2004);而代理成本则体现为经理人对企业自由现金流的滥用,主要是经理人为了追求自身利益进行过度投资,即投资于净现值为负的项目(Jensen 1986;Stulz 1990)。Richardson(2006)通过构建一个新的框架来计量过度投资和自由现金流,首次运用经验的方法对企业过度投资和自由现金流的关系进行了检验,发现1988—2002年间美国上市公司的过度投资主要集

收稿日期:2009-05-27

基金项目:国家自然科学基金资助项目(70772062);国家自然科学基金资助项目(70872107);国家社会科学基金资助项目(08BJY024)

作者简介:徐晓东(1968—),男,安徽桐城人,上海交通大学安泰经济与管理学院副教授,博士;

张天西(1956—),男,陕西西安人,上海交通大学安泰经济与管理学院教授,博士生导师。

中在自由现金流充裕的企业。同时他发现,刻画公司治理结构的某些变量,例如激进股东(activist shareholders)的存在,对抑制企业过度投资效果显著。

当前国内文献对投资决策和现金流之间关系的研究延续了国外文献的研究方法,主要考察公司投资与企业现金流之间的关系及这一关系受融资约束和股权结构的影响。郑江淮、何旭强和王华(2001)考察了股权结构对公司投资的融资约束的影响,发现国家股比重越高,公司面临的融资约束越大。章晓霞和吴冲锋(2005)研究了融资约束与现金—现金流敏感性的关系,发现我国大部分公司都面临严重的融资约束,并推断公司滥用自由现金流现象严重。饶育蕾和汪玉英(2006)研究了大股东持股对公司投资的影响,发现公司投资受现金流的影响显著,而第一大股东的持股比例与投资—现金流的敏感性显著负相关。

虽然大量前期理论文献中一直都隐含着这样的假设:过度投资主要受代理问题的激励和驱动,而投资不足则因不对称信息而恶化(Bergstresser, 2006),然而,无论是国外文献还是国内文献,在研究投资决策和现金流之间的关系时都没有对代理问题和信息不对称发生作用的条件和影响做出深入的分析并给出直接的经验证据。当前我国上市公司一方面存在着普遍的过度投资行为,自由现金流被滥用的现象严重(辛清泉等,2007);另一方面又存在着明显的融资约束,企业投资难以达到最优水平,投资不足现象严重(郑江淮等,2001)。无论是过度投资还是投资不足,都是非效率的投资行为,造成投资者的巨大损失和社会资源的浪费。因此,亟需对上市公司过度投资以及投资不足的现状、产生的条件以及受代理问题和信息不对称的影响进行深入的经验研究,为企业的管理层、投资者以及其他利益相关者提供决策参考。

然而,由于对非效率投资和自由现金流的计量上缺少合适的方法,这一问题的研究一直被搁浅。Richardson(2006)关于非效率投资和自由现金流的计量方法为研究这一问题提供了契机。本文根据 Richardson(2006)的计量方法,应用我国资本市场 2002—2007 年间 865 家上市公司的数据,检验了我国资本市场上自由现金流与非效率投资之间的关系,以及代理问题和信息不对称问题的影响。我们发现,在企业投资过度的情况下,过度投资与自由现金流正相关,并且第一大股东性质为国家股的公司倾向于推进过度投资,流通股比例、监事会规模和财务杠杆倾向于削减过度投资,这表明,与代理问题的解释一致,自由现金流越多、代理问题越大的企业过度投资的情况越严重;在企业投资不足的情况下,投资不足与自由现金流负相关,第一大股东性质为国家股的公司董事会规模和外部董事比例倾向于导致更严重的投资不足,而流通股比例和财务杠杆则倾向于缓解投资不足,这表明,与融资约束的解释一致,外部融资的缺口越大,信息不对称越严重的企业呈现出了更为严重的投资不足。本文的结论对于完善资本市场功能、保护投资者利益、提高企业投资的决策效率具有参考价值。

本文的贡献和创新之处在于：(1)运用最新的过度投资和自由现金流的计量方法揭示了我国资本市场上自由现金流与非效率投资的关系。(2)从经验的角度考察了代理问题会诱导经理人的过度投资，而信息问题则会恶化企业的投资不足这一前期大量理论文献中隐含的假设，为这一理论假设提供了直接的经验证据。

二、样本数据与变量计量

(一)样本数据

我们的样本包括在 2001 年以前上市的除金融类公司之外的全部 A 股上市公司。扣除遗失数据的样本，共得到 865 家上市公司 2002 至 2007 年的数据。其中财务数据、公司基本信息数据和股权结构数据来自 Wind 数据库；市场数据和公司治理数据来自 CSMAR 数据库。

(二)变量定义

表 1 给出了本文的主要变量及其定义，其中投资变量和现金流变量的计量主要是参考了 Richardson(2006)的计量方法。

(三)投资支出的描述性统计

表 1 变量及其定义

变量名		变量定义
投资变量	I_{TOTAL}	投资总支出，它是用资本支出 CAPEX 加上收购支出 Acquisitions 再减去处置和出售固定资产收回的现金 SalePPE 之后的余额除以年度平均总资产来计量
	$I_{MAINTENANCE}$	必要的维持资产规模的投资支出，用企业报告的折旧和摊销额除以年度平均总资产来计量
	I_{NEW}	投资总支出 I_{TOTAL} 和维持资产规模的支出 $I_{MAINTENANCE}$ 之间的差额，表示企业的年度新投资
现金流变量	FCF	自由现金流，用 CF_{AIP} 扣除 I_{NEW}^* 计量。 CF_{AIP} 是维持资产规模的经营现金流，它是用经营活动现金流 CFO 减去维持资产规模的支出 $I_{MAINTENANCE}$ 计量。 I_{NEW}^* 是根据预测模型估计的年度新投资
	$\Delta Equity$	当期返还给股东的现金。用企业当期用于股票回购的现金加上现金股利减去股票发行获得的现金之和计算
	$\Delta Debt$	当期返还给债权人的现金。用企业当期长期债务的减少减去长期债务的增加再减去流动负债的变化计算
	$\Delta Financial Assets$	企业当期持有现金的变化。用企业现金的变化减去短期投资的变化计算
	Other Investments	企业的其他投资。用企业的长期投资增加减去长期投资的出售计算
	Other	现金流量表中没有包含在 $\Delta Equity$ 、 $\Delta Debt$ 、 $\Delta Financial Assets$ 、 I_{NEW}^* 和 Other Investments 中的部分。主要是由汇率变化的影响、其他投资活动和其他融资活动的现金净支出构成
	Cash	企业货币资金和短期投资之和与总资产账面值的比率

续表 1 变量及其定义

变量名		变量定义
公司治理变量	Herfi3	股权集中度,用前三大股东的股权平方和表示
	State	哑变量,如果第一大股东的股权性质为国家股,取值为 1,否则取值为 0
	Tradable Share	公司的流通股比例
	CEO Duality	哑变量,如果公司的 CEO 与董事长为一人兼任,取值为 1,否则取值为 0
	Board Size	反映公司董事会规模的变量,用公司全部董事会的总人数表示
	Executives Size	反映公司执行董事规模的变量,用公司全部执行董事的人数表示
	External Directors	公司外部董事占全部董事会人数的比例
	Non-paid Directors	不在公司领取薪酬的董事占全部董事的比例
	Supervisor Size	反映公司监事会规模的变量,用公司监事会的总人数表示
	Non-paid Supervisors	不在公司领取薪酬的监事占全部监事的比例
控制变量	Size	企业年度平均总资产账面值的自然对数值
	B/M	企业权益的账面值与市场值之比
	Leverage	企业短期和长期债务的账面值之和与总资产账面值的比率
	Age	企业上市年数的自然对数值
	Stock Returns	企业股票的年度收益率。以上变量取值的年份均为投资的前一年
	Fixed Effects	包括 5 个年度哑变量和按证监会标准分类的 20 个行业哑变量,以控制年度和行业因素的固定影响

表 2 报告了投资支出的描述性统计。它表明我国上市公司的平均总投资支出 I_{TOTAL} 约占公司平均总资产的 10.4%,略低于美国公司 13.1% 的水平 (Richardson, 2006)。考虑到我们在计量投资总支出时没有包括研发费用以及 Richardson (2006) 报告的美国研发费用的水平,两者的实际投资水平应该很接近。从投资总支出的构成上看,资本支出是其中最主要的部分,其次是收购支出。从投资总支出的使用上看,29.8% 是用于维持资产的原有规模,70.2% 是用于新投资。而美国样本公司投资总支出的 44% 用于维持规模,只有 56% 用于新投资 (Richardson, 2006)。这反映了我国公司资产的更新速度慢,折旧和摊销有着更长的期间。

表 2 投资支出的描述性统计

变量	均值	标准差	中值	最小值	最大值
I_{TOTAL}	0.104	0.213	0.062	-0.367	5.130
CAPEX	0.064	0.196	0.035	-0.053	4.087
Acquisitions	0.043	0.129	0.010	-0.353	5.501
SalePPE	0.003	0.041	0.0003	-0.004	1.568
$I_{MAINTENANCE}$	0.031	0.028	0.026	-0.018	4.179
I_{NEW}	0.073	0.211	0.041	-0.547	5.086

(四)投资预测模型的选择

根据 Richardson(2006)的研究,我们选择的投资预测模型如下:

$$I_{NEW,t} = \beta_0 + \beta_1 B/M_{t-1} + \beta_2 Leverage_{t-1} + \beta_3 Cash_{t-1} + \beta_4 Age_{t-1} + \beta_5 Size_{t-1} + \beta_6 Stock\ Returns_{t-1} + \beta_7 I_{NEW,t-1} + \sum Fixed\ Effects$$

在模型中,我们运用企业权益的账面值与市场值比 B/M 代替原模型中代表企业增长机会的 V/P,对企业的年度新投资水平进行估计。这是因为,原模型中 V/P 的计算需要对贴现率和超额盈余的持续性参数进行估计,这影响了模型本身的客观性。事实上,我们发现模型中使用 B/M 的回归结果与使用 V/P 时基本相同,这表明用权益的市场账面值比替代前期文献中常用的刻画企业增长机会的变量计算期望新投资也是合适的。

我们根据上述预测模型的回归结果来计算非效率投资和自由现金流。其中非效率投资为预测模型的残差,而自由现金流为维持企业资产规模的经营现金流 CF_{AIP} 与期望新投资 I_{NEW}^* 之间的差额。限于篇幅,本文没有报告预测模型的回归结果。

三、自由现金流与非效率投资分析

(一)自由现金流与非效率投资

首先我们根据投资预测模型计算期望新投资的估计值 I_{NEW}^* ,再运用下面的等式计算自由现金流:

$$FCF_t = CF_{AIP,t} - I_{NEW,t}^*$$

式中 CF_{AIP} 是扣除维持资产规模的投资支出 $I_{MAINTENANCE}$ 之后的经营活动现金流。然后我们运用下面的回归模型检验过度投资和自由现金流之间的关系。

$$I_{NEW,t}^* = \beta_0 + \beta_1 FCF < 0_t + \beta_2 FCF > 0_t + \epsilon$$

其中:在 FCF 的值小于零时其绝对值表示企业投资的资金缺口,因而 $-\beta_1$ 代表资金缺口对当年新投资的影响;而 β_2 表示正的自由现金流对当年新投资的影响,反映了自由现金流被滥用于过度投资的程度。

表 3 的 Panel A 报告的是对自由现金流测度的描述性统计。样本企业维持资产规模后的平均经营活动现金流约占其总资产的 1.9%。扣除企业在新项目上的预期投资 7.2%,企业的平均自由现金流为 -5.3%,低于美国样本的 -3.6%(Richardson, 2006)。

表 3 的 Panel B 报告的是非效率投资和自由现金流之间关系的主要经验结果。与前期文献一致(Richardson, 2006; Malmendier 和 Tate, 2005),无论是混合回归还是运用 Fama-MacBeth 方法按年度的平均估计,自由现金流为正的系数 β_2 都显著地高于自由现金流为负的系数 β_1 ,其差异至少在 5%的水平上统计显著。这表明过度投资行为主要集中在具有正的自由现金流的企业,自由现金流为负的企业过度投资的冲动被企业追加投资时需要外部融资的压力所遏制。同时,两模型中的 β_1 均在 5%以上的水平上显著为正,按照前述定义, $-\beta_1$ 表明,在企业投资时的资金缺口越大,企业越容易遭遇投资不

足。我们的结果支持了前期文献的发现,即经理人在企业内部资金充裕时会选择过度投资,而在企业需要外部融资时会削减投资计划(Jensen 和 Meckling, 1976; Myers 和 Majluf, 1984; Malmendier 和 Tate, 2005)。

表 3 自由现金流的过度投资分析

Panel A:自由现金流的描述性统计

样本	均值	标准差	中值	最小值	最大值
CF _{AIP}	0.019	0.096	0.020	-0.883	0.747
I _{NEW} [*]	0.072	0.063	0.064	-0.089	0.488
I _{NEW} ^t	0	0.097	-0.017	-0.751	1.073
FCF	-0.053	0.114	-0.049	-0.896	0.763

Panel B:非效率投资 I_{NEW}^t和自由现金流 FCF 的关系

模型	β_0	β_1	β_2	调整的 R ²
混合模型	0.002 (2.55)**	0.078 (3.43)***	0.192 (4.78)***	0.018
F 统计量检测 $\beta_1 = \beta_2$				7.51***
Fama-MacBeth(6 年)	0.002 (1.97)*	0.074 (2.21)**	0.209 (2.76)**	0.021
t 统计量检测 $\beta_1 = \beta_2$				2.54**

注:括号中的数字为 t 统计量,其中混合回归是根据 Huber-White robust 标准差计算的;Fama-MacBeth 方法是根据 6 年平均计算的。*、**、*** 表示回归系数分别在 10%、5%、1% 的水平上显著。

(二) 自由现金流的使用情况

表 4 的 Panel A 报告的是自由现金流使用的描述性统计,Panel B 给出了按自由现金流正负分组后每一单位自由现金流在各组中的使用构成。我们发现,在自由现金流大于零时其总和超过 100%,在自由现金流小于零时某些变量值为负且总和小于 100%,这说明有其他来源用于弥补资金的缺口。本文我们使用 Other 来计量来源和使用之间的缺口。

对于自由现金流为正的样本,平均每一单位的自由现金流使用如下:29%用于过度投资,0% 发放给股东,11% 支付给债权人,79% 投资于企业的金融资产,19% 支付其他投资,38%的缺口来自其他渠道。对于自由现金流为负的样本,其来源构成的分布迥然不同。平均每一单位自由现金流的不足通过如下方式筹措:7% 来自投资不足,0%来自股东,47% 来自债权人,38% 来自企业的现有金融资产,6%支付给其他投资,缺口 14%由其他渠道筹措。与美国的情况一致(Richardson, 2006),我国上市公司的自由现金流主要用于过度投资和购买金融资产。然而,与美国公司面临资本短缺时主要通过发行股票、债券或出售金融资产相比,我国上市公司面临资本短缺时主要通过债务融资、出售金融资产和其他渠道。这也可能是由于我国资本市场处于迅速发展阶段,通过资本市场直接发行股票和债券的条件比较严苛,使银行借款成为企业外部融资的主要方式。由表 4 可知,在企业存在正的自由现金流时,自

由现金流被滥用于过度投资的现象严重；而在自由现金流为负，企业投资面临内部资本不足时，资本缺口在一定程度上也造成了投资的不足。

表 4 企业自由现金流的使用

Panel A:描述性统计

样本	均值	标准差	中值	最小值	最大值
FCF	-0.053	0.114	-0.049	-0.896	0.763
I _{NEW} ^ε	0	0.097	-0.017	-0.751	1.073
ΔEquity	-0.0002	0.008	0	-0.097	0.171
ΔDebt	-0.031	0.123	-0.016	-0.911	0.687
ΔFinancial Assets	-0.013	0.098	-0.005	-0.812	0.609
Other Inv.	0.008	0.058	0	-0.446	0.593
Other	-0.017	0.258	-0.005	-1.564	1.512

Panel B:使用的分布

样本	FCF>0(n=1486)		FCF<0(n=3704)	
	均值	%	均值	%
FCF	0.062	100	-0.099	100
使用构成				
I _{NEW} ^ε	0.018	29	-0.007	7
ΔEquity	0.000	0	0.000	0
ΔDebt	0.007	11	-0.046	47
ΔFinancial Assets	0.049	79	-0.038	38
Other Inv.	0.012	19	0.006	-6
Other	-0.024	-38	-0.014	14

四、公司治理与非效率投资

大量的前期文献通过借助信息不对称、代理成本和管理乐观主义建立起了在过度投资和投资不足之间的权衡。在这些文献中，一般隐含着这样的假设：即自由现金流的过度投资往往源于代理问题；而投资不足则往往因信息问题和代理问题的共同作用而恶化(Jensen 和 Meckling, 1976；Myers 和 Majluf, 1984；Bergstresser, 2006)，但一直缺少直接经验证据的支持。接下来我们想直接检验代理问题和信息问题分别对过度投资和投资不足的影响。我们认为，公司治理状况在企业投资不足或投资需要外部资本时在一定程度上代表了信息不对称程度，公司治理的效率越低，公司与资本市场之间的信息不对称程度就越严重，企业外部融资就越困难，因而会导致更为严重的投资不足；相反，公司治理状况在企业投资过度或投资不需要外部资本时在一定程度上代表了代理问题的严重程度，公司治理的效率越弱，公司面临的股东与经理人之间以及大股东与外部小股东之间的代理冲突就越严重，因而会导致更为严重的过度投资。

根据前期文献,我们从数据库 CSMAR 中收集了 10 个刻画公司治理效力的公司治理代理变量,主要有三类:分别是股权特征变量、董事会特征变量和监事会特征变量。其中股权特征变量有 3 个:Herfi3, State 和 Tradable Share。Herfi3 是用来检验股权集中度对自由现金流与非效率投资之间关系的影响。State 是用来检验在国家股权占优的情况下公司治理对自由现金流与非效率投资之间关系的影响。Tradable Share 是用来检验来自资本市场的监督对自由现金流和非效率投资关系的影响。董事会特征变量有 5 个:CEO Duality, Board Size, Executives Size, External Directors 和 Non-paid Directors。监事会的特征变量有 2 个:Supervisor Size 和 Non-paid Supervisors。变量定义见表 1。我们分别用这些变量来检验董事会结构、监事会结构对自由现金流和非效率投资关系的影响。

(一) 回归分析

为了检验公司治理机制对过度投资或投资不足与自由现金流之间关系的影响,我们使用下面的模型对过度投资和投资不足子样本分别进行检验:

$$|I_{NEW,t}^e| = \beta_0 + \beta_1 FCF_t + \sum \varphi_j Governance_Factors_{jt} \times FCF_t + \epsilon$$

根据前期的大量文献(Jensen 和 Meckling, 1976; Myers 和 Majluf, 1984; Malmendier 和 Tate, 2005; Richardson, 2006),我们预期回归系数 β_1 显著为正,表示非效率投资对公司自由现金流的高度依赖;那些有利于降低代理成本、信息成本、提高公司治理效力的变量(Herfi3, Tradable Share, Board Size, Executives Size, Non-paid Directors, Supervisor Size, 和 Non-paid Supervisors),其交互变量的系数符号都应该为负,表示对公司过度投资行为的制约作用和对投资不足状况的缓解;相反,那些不利于公司代理成本、信息成本的降低,不利于对经理人进行监督和制约的因素(State, CEO Duality, External Directors),其交互变量回归系数的符号都应该为正,表示对经理人过度投资行为以及企业投资不足的诱导和催化作用。

表 5 的前两列列示了当过度投资测度变量为正值时的回归结果。与表 3 的 Panel B 一致,公司的过度投资与自由现金流之间存在显著的正相关关系。关于 10 个公司治理与自由现金流之间的交互变量,除 Non-paid Supervisors 和 CEO Duality 外,所有系数的符号方向都与预期的相同。并且,Supervisor Size $\times$ FCF, State $\times$ FCF 和 Tradable Share $\times$ FCF 与过度投资的负向、正向以及负向关系都具有统计上的显著性,这表明,第一大股东的性质为国家股的公司较为严重的代理问题导致更多的自由现金流被滥用于过度投资;而来自外部投资者与内部监事会的监督效力使得滥用自由现金流过度投资的行为被有效约束。关于控制变量,与预期的一致,财务杠杆 Leverage 是过度投资的减函数,表明当公司面临较为严重的债务负担时,经理人的过度投资冲动会受到债权约束。

表 5 公司治理对自由现金流与非效率投资关系的影响

变量	过度投资($I_{NEW}^e > 0$)		投资不足($ I_{NEW}^e < 0$)	
	β	t	β	t
Intercept	0.263	(3.55)***	0.098	(3.79)***
FCF	0.612	(3.24)***	-0.134	(-1.89)*
Herfi3× FCF	-0.117	(-1.62)	0.058	(1.65)
State× FCF	0.154	(2.41)**	0.046	(2.32)**
Tradable Share× FCF	-0.378	(-1.51)	-0.248	(-2.79)***
CEO Duality× FCF	-0.079	(-0.97)	0.032	(1.23)
Board Size× FCF	-0.007	(-0.63)	0.008	(2.05)**
Supervisor Size× FCF	-0.104	(-4.91)***	-0.007	(-1.54)
Executives Size× FCF	-0.007	(-0.63)	-0.004	(-0.81)
External Directors× FCF	0.225	(1.45)	0.301	(4.42)***
Non-paid Directors× FCF	-0.081	(-0.68)	0.008	(0.76)
Non-paid Supervisors× FCF	0.079	(0.75)	0.051	(0.67)
Size	0.003	(1.12)	-0.001	(-1.22)
Leverage	-0.101	(-6.17)***	-0.042	(-6.97)***
Fixed Effects	控制		控制	
adj.R ²	0.097		0.146	
观察值个数	2 034		3 156	

注：*、**、*** 分别表示双尾检验时回归系数在 10%、5%、1% 的水平上统计显著。

总之，与代理问题的假设一致，我们的证据显示第一大股东的国家股性质容易诱发过度投资，而流通股比例、监事会规模似乎能抑制过度投资。

表 5 的后两列列示了当过度投资测度变量为负值时的回归结果。为了便于说明，我们对过度投资的负值取绝对值以表示投资不足。同样，与前面的分析一致，投资不足与自由现金流之间呈现负相关关系。关于 10 个公司治理与自由现金流的交互变量，State× FCF、Board Size× FCF 和 External Directors× FCF 与投资不足正相关，而 Tradable Share× FCF 与投资不足负相关，并且在统计上显著。令人惊奇的是，在过度投资测度变量的符号改变的情况下，变量 State× FCF 和 Tradable Share× FCF 的系数方向与第 2 列中的相比并没有改变。State× FCF 正的系数显示国家股权占优的公司在面临资金不足时经历了更为严重的投资不足，这应源于其更为薄弱的公司治理机制，表明第一大股东为国家股的公司不仅面对的信息不对称问题严重，其本身也没有激励通过积极的外部融资解决资本缺口；Tradable Share× FCF 负的系数显示信息成本低的公司在面临资金不足时能成功地缓解投资不足。之所以我们在此将公司流通股比例 Tradable Share 作为公司信息成本的代理变量，是因为前期文献表明流通股股东持股比例与信息披露水平正相关 (McKinnon 和 Dalimunthe, 1993)。

与前期文献和我们的预期一致, Board Size $\times$ FCF 和 External Directors 的系数显著为正,显示更大的董事会规模和更高的外部董事比例与薄弱的公司治理机制相联系。在控制变量中,财务杠杆 Leverage 的符号没有改变,仍然为投资不足的减函数,显示当公司面临资金不足时会从银行融资减轻投资不足。

总之,与我们关于信息问题和薄弱的公司治理机制会加剧信息不对称从而恶化投资不足的假设一致,我们的证据表明,在投资不足的公司,第一大股东的国家股权性质、董事会规模和外部董事的比例倾向于导致更为严重的投资不足,而流通股比例和财务杠杆则倾向于缓解投资不足。

(二)稳健性检验

考虑到过度投资主要是滥用正的自由现金流,我们将自由现金流为正的样本挑出来单独进行回归,发现结果与表 5 的前两列近似,但规模变量 Size 的回归系数变为正的显著,表明规模大的企业对自由现金流的滥用情况更为严重。

另外,Richardson 的方法是通过构建一个计量模型来预测企业当期新投资,并用模型的残差来计量企业的过度投资。作为残差,其均值为零,这意味着 Richardson 的方法不能够准确地区分过度投资和投资不足,因为残差的和被预先决定了。为避免这一问题,我们将企业当年的新投资 I_{NEW} 按年份用行业的均值进行了缩减,然后按自由现金流是否大于 0 将样本分成两组,以分别考察企业内部资本状况以及公司治理对缩减后的新投资 I_{NEW} 的影响,发现结果与表 5 的基本一致,限于篇幅,我们在此没有报告结果。

五、结 论

本文研究了我国资本市场上非效率投资与自由现金流之间的关系,以及这种关系受公司代理成本和信息成本的影响。本文发现:与代理成本的解释和前期文献的证据一致(Richardson, 2006),企业的非效率投资对当前的自由现金流高度敏感,在自由现金流为正的情况下,自由现金流越多的企业过度投资的情况越严重;在自由现金流为负的情况下,资本缺口越大的企业投资不足的情况越严重。在自由现金流的使用上,我国上市公司同美国一样,也是主要用于过度投资和购买金融资产。然而,与美国公司在面临资金不足时主要通过发行股票、债券或动用金融资产相比,我国上市公司的资金短缺则主要是通过银行的债务融资、动用金融资产和其他渠道解决;另外,代理成本和信息问题对企业过度投资和投资不足有解释力。对于过度投资的企业,我们的证据显示第一大股东的国家股权性质似乎会推进过度投资,表明国家股权占优的企业对经理人的过度投资缺乏约束;而流通股比例、监事会规模以及财务杠杆似乎会削减过度投资,表明外部投资者、内部监事会以及债权人的监督能够

有效地约束经理人的过度投资行为。对于投资不足的企业,我们的证据显示第一大股东的国家股权性质、董事会规模以及外部董事的比例似乎导致更为严重的投资不足,表明薄弱的公司治理会加剧信息成本,对投资不足有恶化作用;而流通股比例和财务杠杆则倾向于减轻信息不对称,缓解投资不足,表明来自外部市场的监督和债权人的约束对投资不足有正面影响。

我们的研究为现金流与投资关系的研究提供了新的证据,同时也间接地支持了投资决策对企业现金流和财务约束高度敏感的结论(Fazzari 等, 1988, 2000)。我们的研究也为前期大量理论文献中隐含的假设——代理问题会导致经理人的过度投资,造成企业自由现金流的滥用;而信息问题则会进一步恶化企业的投资不足的困境(Jensen 和 Meckling, 1976; Myers 和 Majluf, 1984; Bergstresser, 2006)提供了直接的经验支持。我们的研究还表明,要消弭我国上市公司当前普遍存在的过度投资和投资不足现象,必须加强公司治理机制的建设并完善信息披露制度,提高公司治理对投资人利益的保护。

参考文献:

- [1]饶育蕾,汪玉英. 中国上市公司大股东对投资影响的实证研究[J]. 南开管理评论, 2006,(5):67—73.
- [2]辛清泉,郑国坚,杨德明. 企业集团、政府控制与投资效率[J]. 金融研究, 2007,(10): 123—142.
- [3]章晓霞,吴冲锋. 融资约束影响我国上市公司的现金持有政策吗——来自现金—现金流敏感度的分析[J]. 管理评论, 2005,(10):59—62.
- [4]郑江淮,何旭强,王华. 上市公司投资的融资约束:从股权结构角度的实证分析[J]. 金融研究, 2001,(11):92—99.
- [5] Almeida Heitor, Murillo Campello, Michael Weisbach. The cash flow sensitivity of cash [J]. Journal of Finance, 2004, 59(4):1777—1804.
- [6]Alti Aydogan. How sensitive is investment to cash flow when financing is frictionless[J]. Journal of Finance, 2003, 58(2):707—722.
- [7]Bergstresser, Daniel. Discussion of “Overinvestment of free cash flow” [J]. Review of Accounting Studies, 2006, 11(2—3):191—202.
- [8]Fazzari Steven, R Glenn Hubbard, Bruce Petersen. Financing constraints and corporate investment [J]. Brookings Papers on Economic Activity, 1988, (1):141—195.
- [9]Heaton J B. Managerial optimism and corporate finance [J]. Financial Management, 2002, 31(2):33—45.
- [10]Hoshi Takeo, Anil Kashyap, David Scharfstein. Corporate structure liquidity and investment: Evidence from Japanese panel data [J]. Quarterly Journal of Economics, 1991, 106 9(1):33—60.
- [11]Jensen M. Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers[J]. Ameri-

- can Economic Review, 1986, 76(2):323—329.
- [12]Jensen M, Meckling W. Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure [J]. Journal of Financial Economics, 1976, 3(4):305—360.
- [13]Malmendier Ulrike, Geoffrey Tate. CEO overconfidence and corporate investment [J]. Journal of Finance, 2005, 60(6):2661—2700.
- [14]McKinnon Jill L, Dalimunthe L. Voluntary disclosure of segment information by Australian diversified companies [J]. Accounting and Finance, 1993, 33(1):33—50.
- [15]Myers Stewart, Nicholas Majluf. Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have [J]. Journal of Financial Economics, 1984, 13(2):187—221.
- [16]Richardson Scott. Over-investment of free cash flow [J]. Review of Accounting Studies, 2006, 11(2—3):159—189.
- [17]Stulz R M. Managerial discretion and optimal financing policies [J]. Journal of Financial Economics, 1990, 26(1):3—27.

Corporate Governance, Free Cash Flow and Ineffective Investment in China

XU Xiao-dong, ZHANG Tian-xi

(*Antai College of Economics and Management,
Shanghai Jiao Tong University, Shanghai 200052, China*)

Abstract: The efficiency of resource allocation in listed companies is low because of ineffective excessive investment caused by the agent problem and insufficient investment due to the financing restraint. The paper examines the relationship between free cash flow and ineffective investment in our capital market and also analyses the impacts of agent problem and information symmetry on the relationship above. The results show that, under excessive investment, the problem of excessive investment of enterprises with more free cash flow and bigger agent problem is more serious, and under insufficient investment, enterprises with greater external financing restraint and severer information asymmetry have more serious insufficient investment. The conclusions provide important implication for the improvement of the function of capital market, the protection of investors' interests and the increase of the efficiency of enterprises' investment decision-making.

Key words: free cash flow; ineffective investment; corporate governance; asymmetric information (责任编辑 金 澜)