

基于自由现金流的地方国有与 民营企业过度投资对比研究

吴锐(博士) 余波

(重庆大学经济与工商管理学院 重庆 400044)

【摘要】 本文运用Jensen的自由现金流量代理成本理论,通过实证分析发现:地方国有企业的过度投资程度比民营企业的严重得多,地方政府的影响、控制和干预显著加剧了地方国有企业的过度投资。

【关键词】 地方国有企业 民营企业 自由现金流 过度投资

有效的投资是企业成长的主要动因和未来现金流量增长的基础,投资行为是否有效,直接关系到企业能否实现价值最大化。现实中许多企业不同程度地存在着非效率投资行为。非效率投资通常是指经营者、大股东等出于自身利益的考虑,在投资决策中不以企业价值最大化为目标而做出的投资行为。企业非效率投资可分为投资不足与过度投资两种:投资不足是指企业主动或被放弃符合自身成长机会、净现值为正的项目;过度投资是指企业的投资超出了自身的能力,投资于净现值为负的项目。

Jensen的自由现金流量代理成本理论强调,由于经营权与所有权的分离、信息不对称以及监控成本的存在,使得自由现金流处于经理人控制之下,经理人具有将资源投入非盈利最大化项目的动机。当企业存在大量的自由现金流时,经理人过度投资的潜在可能性会大大增加。而且,由于经理人的报酬(包括显性报酬和隐性报酬)通常与企业规模正相关,因而经理人既有能力又有动机将企业自由现金流投入到能够给自己带来私人收益的非盈利最大化项目,从而导致过度投资。然而,我国的企业与西方国家的企业处于不同的环境中,我国现在正处在经济转轨时期,地方政府极力通过特殊的财政分权体制和地方官员考评体制来影响、控制和干预地方国有企业,并以此加大企业的投资。这些投资并非从企业价值最大化角度来考虑,过度投资也就在所难免;同时国有企业的多元目标体系、预算软约束、经理任命机制以及高管刚性薪酬管制也会激发国有企业经理人的过度投资行为。

本文以2003~2006年我国地方国有企业和民营企业为样本,借鉴Richardson(2002)的研究方法对比分析了地方国有企业和民营企业过度投资的程度,同时还考察了地方政府的影响、控制和干预与地方国有企业过度投资的关系。

一、理论回顾与研究假设的提出

1. 信息不对称理论和代理成本理论的研究。过度投资指企业投资于净现值为负的项目(Jensen, 1986)。Jensen(1986)认为经理为了自身利益,会尽量加大投资,以扩大企业规模,甚至不惜投资于净现值为负的项目,以追求由企业规模扩大所

带来的各种货币、非货币利益,于是便形成了企业的过度投资。当企业自由现金流量较大时,有关代理问题就会更加严重(Jensen, 1986; Stulz, 1990)。

在完全资本市场条件下,信息是完全对称的,因此只要存在净现值大于零的投资机会,企业就可以合理的成本筹集资金以进行投资,直到投资的边际收益与资本成本相等时,企业才可以实现当前资本成本条件下的最佳投资规模(Modigliani和Miller, 1958)。然而现实中资本市场并不完善,其存在信息不对称和代理问题。信息不对称的存在使得企业外部融资成本高于内部融资成本,对内部资金的严重依赖导致企业投资不足(Myers和Majluf, 1984)。Jensen和Meckling(1976)在信息不对称的框架下分析了股东和经理人之间的代理问题,认为即使公司没有合适的投资机会,经理人出于自身利益最大化的考虑,也会倾向于少分红或不分红,而将企业资金留在内部使用。这是因为:①对股东进行分红减少了经理人可以控制的资源,从而削弱了经理人的权力,并且当公司必须获得新资本时容易招致资本市场的监控。内部融资则避免了这种监控,同时也回避了可能出现的融资失败或高成本融资。②经理人有动机促使公司的规模扩张超过其最优水平。公司规模越大,经理人可以控制的资源就越多,权力也就越大,大企业经理人的社会地位及其所获得的各种货币、非货币利益较中小企业的经理人多;在规模快速扩张的企业,管理层升迁的机会较多。这样一来,自由现金流很容易成为上市公司过度投资的“催化剂”。就自由现金流对投资效率的影响来看,一方面,它可以缓解企业未来面临的外部融资压力,保持或提高企业的投资水平,降低企业因融资约束产生的投资不足的影响;另一方面,充足的自由现金流增加了企业内部管理者的可控资源,增强了管理者采取道德风险行为的倾向,并使管理者有机会通过过度投资获取个人利益。

2. 地方政府的影响、控制和干预与地方国有企业过度投资的关系研究。田利辉(2005)从预算软约束的角度考虑,认为在政府控制的国有企业中,经理人一味追求企业规模的问题很严重。张维迎(1999)指出,政府官员没有动力来监督企业的

过度投资行为,很多情况下企业领导与政府官员合谋欺骗国家。陈冬华和陈信元(2005)也认为,作为所有者的国有资产管理部(或地方政府)在信息获取方面天然地处于劣势地位,很难低成本地获取国有企业的经营业绩方面的信息,从而导致了刚性薪酬管制。同时,由于上市公司的高层管理人员大多由地方政府任命,使得政府对公司高层管理人员的考核并非基于市场体系,而是基于多元目标体系。在多元目标体系和刚性薪酬管制下,在职消费成为经理人的替代选择,而且这种在职消费随公司规模扩大而递增。所以,即使投资项目继续运作的边际经济收益为负,企业的经理也不会停止投资。张冀、李习(2005)的研究表明,由地方政府控制的上市公司中,股权结构不合理导致的委托代理问题是公司多元化投资的显著动因,非国有控股的上市公司则不存在这样的问题。有些文献从地方政府官员的经济激励以及晋升机制出发,基于地方政府发展地方经济的动机来探讨企业的过度投资问题。也有很多文献认为从传统集权体制向财政分权体制和分税制转变后,地方政府被赋予了相当大的财政支配权,财政激励促使地方政府推动经济增长。张维迎和栗树(1998)指出,财政分权和财税体制改革为地方政府干预经济提供了动力,其结果是导致地方政府尽可能地要求地方企业加大投资,以增加当地的财政收入。夏立军和方轶强(2005)指出,虽然国有企业通过改制上市,其治理结构和监管环境发生了很大的变化,但它们依然由政府控制,各级地方政府既有动机又有能力将自身的社会性目标或政治性目标内部化到其控制的上市公司中。江锋(2006)的研究发现,地方政府的影响、控制和干预显著地加大了当地上市公司的投资。

通过以上分析,本文提出以下两个假设:

假设1:地方国有企业与民营企业相比,地方国有企业存在更严重的过度投资现象。

假设2:地方国有企业的过度投资程度与地方政府的干预程度负相关。

二、实证研究

1. 样本的选取。本文以我国A股上市公司2003~2006年的数据为研究对象,为确保结果的准确性和客观性,样本的选择按如下原则进行:①为了避免发行新股募集资金对投资支出的影响,选取2002年12月31日以前上市的公司为样本;②剔除2003~2006年被ST的公司;③剔除同时发行A股与B股或H股的公司;④剔除银行、保险、信托、证券等金融类机构;⑤剔除中央控股的企业。最后得到有效民营企业样本763家,有效地方国有企业样本2490家。所有的数据来自国泰安数据库和沪深交易所网站以及巨潮资讯网,统计数据采用Eviews5.0软件。

2. 指标的选取和计量。

(1)自由现金流量(Fcf)的计量。自Jensen提出自由现金流量的概念以来,围绕自由现金流量展开的研究越来越多。目前对自由现金流量的计量还没有一个统一的标准。实践中通常运用两种计量方法:①自由现金流量=息税前利润+折旧额-资本性支出总额;②自由现金流量=经营现金净流量-资本性

支出总额。但是上述两种方法都存在一定的局限性:方法①中,以息税前利润加折旧额作为企业现金流入的有效替代指标值得质疑。另外,以资本性支出总额作为满足企业持续经营能力所需的必要现金支付,通常会低估管理者控制的自由现金流量。方法②中,虽然用经营现金净流量代替息税前利润与折旧额之和,解决了替代指标的有效性,但是自由现金流量被低估的现象并没有消除。为了弥补上述两种方法的不足,本文研究中的自由现金流量采用如下计量方法确定:净利润首先用于弥补亏损、提取法定盈余公积金和法定公益金,然后加上折旧额与摊销额,并扣除向股东发放的现金股利和当期增加的营运资金,剩余的现金流量即为自由现金流量,用公式表示为:

$$Fcf=Np+Re-(Crf+Pwf)+Da-Cd-\Delta Wc$$

其中,Fcf为自由现金流量,Np为净利润,Re为年初未分配利润,Crf为提取的法定盈余公积金,Pwf为提取的法定公益金,Da为折旧额与摊销额,Cd为现金股利, ΔWc 为营运资金增加额。

(2)公司成长性(Growth)的度量。国内学者多采用市净率(每股市价与净资产的比率)来衡量公司的成长性,认为成长性好的公司应具有更高的市净率。然而,我国资本市场并非有效市场,价值投资的理念还未完全形成,所以笔者认为用市净率来衡量公司成长性并不太合理。

为了使指标的选取更准确,本文选取主营业务收入增长率(X_1)、净利润增长率(X_2)、资产增长率(X_3)、托宾Q值(X_4)以及市净率(X_5),利用主成分分析法构造一个综合度量企业投资机会的函数。对上述五个指标提取主成分(提取四个因子后,累计特征值占总方差的94.387%),构造企业成长机会综合函数。

表1 因子分析的因子载荷矩阵

	component			
X_1	0.328	0.257	-0.334	-0.472
X_2	0.256	0.342	0.912	-0.019
X_3	0.297	0.759	-0.204	0.529
X_4	0.796	-0.503	-0.07	0.174
X_5	0.873	-0.248	-0.091	-0.137

在因子载荷矩阵中,交叉点上的数值是对应因子在变量上的载荷,体现了交叉点对应的因子对相应变量的影响程度,从而得到如下各个因子的计量函数:

$$F1=0.328X_1+0.256X_2+0.297X_3+0.796X_4+0.873X_5$$

$$F2=0.257X_1+0.342X_2+0.759X_3-0.503X_4-0.248X_5$$

$$F3=-0.334X_1+0.912X_2-0.204X_3-0.07X_4-0.091X_5$$

$$F4=-0.472X_1-0.019X_2+0.529X_3+0.174X_4-0.137X_5$$

根据主成分方差百分比数值进行因子提取,可以得到如下成长机会综合函数:

$$V_{goi,t}=0.33426F1+0.31052F2+0.19324F3+0.10585F4$$

(3)适度投资($I_{i,t}^s$)水平和过度投资($I_{i,t}^o$)水平的计量。根据现代投资理论,任何公司的投资支出均有一个最佳水平,企

业的成长机会是投资的内在驱动力。公司大量的投资是用于公司成长性的投资,本文借鉴Richardson计量公司成长性投资的方法,将公司最佳投资水平视为成长性的增函数,即适度投资($I_{i,t}^g$)= $\alpha+\beta V_{goi,t-1}+\varepsilon_{i,t}$ 。用公司实际投资($I_{i,t}^p$)偏离适度投资的程度来衡量过度投资,即: $I_{i,t}^o = I_{i,t}^p - I_{i,t}^g$ 。其中: $I_{i,t}^o$ 为过度投资与期初总资产的比值; $I_{i,t}^p$ 为实际投资与期初总资产的比值; $I_{i,t}^g$ 为正常投资需求与期初总资产的比值。

3. 统计分析与模型结果估计分析。

(1) 样本公司适度投资的确定。

表2 适度投资水平与公司成长性的回归分析结果

Model	$I_{i,t}^g = \alpha + \beta V_{goi,t-1} + \varepsilon_{i,t}$				
	constant	Std. error	t	z	sig
α	0.128	0.062	17.536	-2.632	0.001**
β	0.171	0.037	3.183	4.154	0.001**

注:**表示在5%的水平上显著。

根据表2的结果可以得到:公司的最佳投资需求($I_{i,t}^g$)= $0.128+0.171V$ 。其结果也表明成长性是公司投资的内在驱动力,公司的成长性每增加1%,公司的最佳投资需求就增加0.171%,将成长性的统计数据代入上述方程,计算出公司的最佳投资需求。

(2) 上市公司过度投资的实证证据。为了直观地衡量上市公司过度投资的程度,本文借鉴Hovakimian等人的研究,提出企业投资指数(CISI),定义: $CISI = I_{i,t}^p / I_{i,t}^g$ 。参考Richardson的研究,当 $CISI \leq 0.2$ 时,表明存在投资不足;当 $0.2 < CISI \leq 2$ 时,表示投资合理;当 $2 < CISI$ 时,表明企业存在比较严重的过度投资。

表3 样本公司 2003~2006 年投资程度的统计

企业性质	地方国有企业				民营企业			
	2003	2004	2005	2006	2003	2004	2005	2006
考察年度	2003	2004	2005	2006	2003	2004	2005	2006
CISI ≤ 0.2 的公司数	44	32	45	23	35	41	39	38
0.2<CISI ≤ 2 的公司数	468	460	441	448	144	133	137	132
2<CISI的公司数	117	131	135	146	13	17	15	19
考察的样本公司总数	629	623	621	617	192	191	191	189
过度投资公司比例(%)	18.60	21.03	21.74	23.66	6.77	8.90	7.85	10.05

我们从表3的结果可以清晰地看到,地方国有企业确实比民营企业存在更为严重的过度投资现象。可见,我们的假设1得到验证。

(3) 检验自由现金流量与过度投资的关系。为了检验自由现金流量在多大程度上影响上市公司的过度投资行为,本文以2003~2006年存在比较严重过度投资行为的公司为样本,建立如下模型:

$$I_{i,t}^o = \beta_0 + \beta_1 \times Fcf_{i,t} + \beta_2 \times Posf_{i,t} \times Fcf_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

其中: $Fcf_{i,t}$ 为自由现金流量与期初总资产的比值。 $Posf_{i,t}$ 为虚拟变量,若 $Fcf_{i,t} > 0$,则 $Posf_{i,t} = 1$;若 $Fcf_{i,t} < 0$,则 $Posf_{i,t} = 0$ 。 $Posf_{i,t} \times Fcf_{i,t}$ 为自由现金流量与虚拟变量的交互项。对引入自由现金流量与其虚拟变量的交互项前后的上市公司过度投资

程度与自由现金流量水平进行回归分析,得到如表4所示的结果。可以发现引入虚拟变量后自由现金流量的回归系数发生了显著的正向变化,这表明自由现金流量为正的公司确实更容易发生过度投资行为。这种自由现金流量与过度投资的关系与很多文献的研究结论也是一致的。

表4 过度投资程度与自由现金流量的回归分析结果

Model	$I_{i,t}^o = \beta_0 + \beta_1 \times Fcf_{i,t} + \beta_2 \times Posf_{i,t} \times Fcf_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$			
	constant(1)	z	constant(2)	z
β_0	-0.021 3**	-0.31	-0.085 7*	-2.11
β_1	0.142*	4.22	0.045 3**	1.75
β_2			0.237**	3.78
Adjusted R ²	0.068 7		0.081 2	

注:**、*分别表示在5%、10%的水平上显著。

(4) 地方政府的影响、控制和干预与地方国有企业过度投资的关系。为了检验地方政府的影响、控制和干预是否导致地方国有企业过度投资,我们建立如下检验模型:

$$I_{i,t}^o = \beta_0 + \beta_1 \times Fcf_{i,t} + \beta_2 \times Local_{i,t} + \beta_3 \times Local_{i,t} \times Fcf_{i,t} + \beta_4 \times Interv_{i,t} + \beta_5 \times Interv_{i,t} \times Fcf_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

其中:Local表示上市公司的性质,若为地方政府控制,则Local为1,否则为0;Interv为地方政府干预指标。

樊纲和王小鲁(2001)、王小鲁和朱恒鹏(2003)提供了政府与市场关系的得分,得分越高,代表干预程度越低。由于2002年之后没有对应的指数,本文选用2002年各上市公司所对应省份的指数值代替。表5给出了上述模型的检验结果,从中可以看出,地方政府控制的企业更倾向于进行过度投资,地方政府的控制和干预催生了过度投资行为,地方国有企业的过度投资程度与地方政府的干预程度负相关。由此可见,假设2得到了证明。

表5

Model	$I_{i,t}^o = \beta_0 + \beta_1 \times Fcf_{i,t} + \beta_2 \times Local_{i,t} + \beta_3 \times Local_{i,t} \times Fcf_{i,t} + \beta_4 \times Interv_{i,t} + \beta_5 \times Interv_{i,t} \times Fcf_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$					
	constant(1)	t	constant(2)	t	constant(3)	t
β_0	0.023	0.65	0.089	1.12	0.046	1.07
β_1	0.332*	3.17	0.667**	6.05	0.761*	5.19
β_2	-0.031	1.32			-0.022	0.63
β_3	0.223*	4.58			-0.094***	3.68
β_4			0.006	1.21	-0.011	0.81
β_5			-0.183**	4.78	-0.232**	4.58
N	2 076		2 076		2 076	
Adjusted R ²	0.038 3		0.041 9		0.056 1	

注:***、**、*分别表示在1%、5%、10%的水平上显著。

三、结论

本文以我国上市公司为例,借鉴西方国家最新的研究成果,对我国地方国有企业和民营企业的过度投资进行了实证分析。研究结果表明,我国地方国有企业比民营企业存在更严



修改债务条件下 重组利得核算新思考

邹燕 梁迤偲

(西南财经大学会计学院 成都 610074)

【摘要】 本文结合公允价值和货币时间价值的概念,在对相关会计准则进行比较分析的基础上,探讨附或有条件和不附或有条件债务重组时债务人和债权人的有关会计确认与核算,以期为新会计准则下的会计实务操作提供新的视角。

【关键词】 债务重组 债务重组利得 附或有条件

债务重组,是指在债务人发生财务困难的情况下,债权人按照其与债务人达成的协议或法院的裁定做出让步的事项。“债权人做出让步”的情形主要包括债权人减免债务人部分债务本金或者利息、降低债务人应付债务的利率等。债务人发生财务困难是债务重组的前提条件,而债权人做出让步是债务重组的必要条件。

债务重组的方式主要包括以资产清偿债务、将债务转为资本、修改其他债务条件以及以上三种方式的组合等。其中,第三种方式是最灵活的,也是本文的研究重点。

修改其他债务条件,是指修改不包括“以资产清偿债务”、“将债务转为资本”在内的债务条件,如减少债务本金、降低利率、免去应付未付的利息等。以修改其他债务条件进行债务重组的,债务人和债权人应分两种情况进行会计处理,即不附或有条件的债务重组和附或有条件的债务重组。

一、不附或有条件的债务重组

不附或有条件的债务重组,是指在债务重组中不存在或有应付(或应收)金额,在或有条件下只有当未来某种事项出

现时才会发生应付(或应收)金额,该未来事项的出现具有不确定性。新会计准则规定,债务人应将修改其他债务条件后债务的公允价值作为重组后债务的入账价值。重组债务的账面价值与重组后债务的入账价值之间的差额,应当计入当期损益。

现时才会发生应付(或应收)金额,该未来事项的出现具有不确定性。新会计准则规定,债务人应将修改其他债务条件后债务的公允价值作为重组后债务的入账价值。重组债务的账面价值与重组后债务的入账价值之间的差额,应当计入当期损益。

1. 新旧会计准则比较。笔者认为新会计准则的这种做法与旧会计准则相比,有以下两点改进:

(1)引入公允价值概念。在重组日,新会计准则规定:债务重组的账面价值与公允价值之差应作为债务重组损益。而旧会计准则中的规定,都是用将来应收款(对债权人而言)、将来应付款(对债务人而言)与账面价值进行比较,并没有考虑应收、应付款的时间价值等因素。

目前我国的市场环境在不断改进,会计人员的素质也在不断提高,运用公允价值进行计量已是必然。会计的职能就是要传递真实、公允的会计信息,运用公允价值计量属性应该能最真实、公允地计量企业的资产和负债。公允价值之所以会被用来作为操纵利润的工具,并不在于它本身的不公允性,而是

济研究,2006;7

2. 陈冬华,陈信元,万华林.国有企业中的薪酬管制与在职消费.经济研究,2005;2

3. 陈钊,陆铭.中国所有制结构调整的理论和实证分析.太原:山西经济出版社,2003

4. 樊纲,王小鲁.中国市场化指数——各地区市场化相对进程报告(2000).北京:经济科学出版社,2001

5. 潘敏,金岩.信息不对称、股权制度安排与上市企业过度投资.金融研究,2003;1

6. 刘怀珍,欧阳令南.经理私人利益与过度投资.系统工程理论与实践,2004;10

7. 周立.自由现金流代理问题的验证.中国软科学,2002;8

8. 夏立军,方轶强.政府控制、治理环境与公司价值——来自中国证券市场的经验证据.经济研究,2005;5

重的过度投资现象。现代企业中,经理人有实施机会主义行为的可能,处于经理人控制之下的自由现金流则在适当的条件下将这种可能“催化”为实际的过度投资行为,自由现金流量充足的公司更有可能出现过度投资行为,过度投资行为与自由现金流量正相关。

然而,我国企业与西方国家的企业处于不同的环境,我国现在正处在经济转型时期,地方政府极力通过特殊的财政分权体制和地方官员考评体制对地方国有企业加以影响、控制和干预,以此来加大企业的投资。笔者认为,地方政府的影响、控制和干预催生了地方国有企业的过度投资行为,加大了地方国有企业过度投资的程度。

【注】 本文受国家杰出青年基金项目“企业理论”(项目编号:70525005)资助。

主要参考文献

1. 郑京平.我国的投资率为何居高难下.数量经济技术经