



# 内部资本市场缓解融资约束的实证研究

冯丽霞(教授) 代杨杨

(长沙理工大学经济与管理学院 长沙 410114)

**【摘要】** 本文以整体上市的企业集团作为研究对象,试图探讨我国内部资本市场在缓解融资约束方面的作用。研究结果表明,已整体上市的集团公司比未整体上市的集团公司控制的上市公司面临的融资约束大;已整体上市的集团公司中,民营性质的集团公司比国有性质的集团公司面临的融资约束大。

**【关键词】** 内部资本市场 整体上市 融资约束

“内部资本市场”的概念最早是由Alchian和Williamson提出的。随着这一概念的提出,国外和国内学者对内部资本市场进行了大量的理论和实证研究。

但我国现有文献主要是以企业集团和单个企业作为研究对象,侧重于分析内部资本市场对企业集团和单个企业所受融资约束的影响。从目前的研究结果来看,内部资本市场在我国的市场环境下存在着部分功能的异化,而控股股东通过关联交易、资产重组、内部定价、债务转移等方式掠夺中小股东利益是导致内部资本市场功能异化的根本原因。在我国不断呼吁加强资本市场管理、保护投资者利益的背景下,企业集团的整体上市应运而生。2005年11月1日证监会发布的《关于提高上市公司质量意见》明确指出,支持具备条件的优质大型企业实现整体上市。由此,我国越来越多的上市公司表现出强烈的整体上市愿望。然而,企业集团的整体上市是否真正减少了关联交易等有害于中小股东利益的行为发生,从而使得内部资本市场功能异化的现状得到缓解,国内学者并没有对此进行过过多的研究。鉴于此,笔者拟作以下探讨。

## 一、研究假设

2006年国资委发布的《关于推进国有资本调整和国有企业重组的指导意见》明确指出:“在解决股权分置问题后,支持绩优大型企业通过其控股的上市公司定向发行股份实现整体上市;支持上市公司以股份等多样化支付手段,通过吸收合并、换股收购等方式进行兼并重组,推动上市公司做优做强。”涂罡的研究指出:对于准备上市的公司可以通过整体改制上市方式减少上市公司与母公司或大股东之间的关联交易,控制不规范内部资本市场的形成,从而避免内部资本市场功能的异化,保证内部资本市场资本配置的有效性和合理性。章卫东的实证研究表明,上市公司通过向控股股东及其关联股东定向增发新股实现集团公司整体上市,使上市公司的资产得到进一步优化,从而减少了上市公司与集团公司的关联交易,完善了上市公司的治理结构,增加了投资者的信心。

假设1:已整体上市的集团公司比未整体上市的集团公司控制的上市公司面临的融资约束小。

在我国特殊的经济环境下,相关法律对投资者的保护不够,尤其是在企业集团存在双重代理关系时,中小投资者的利益更容易受到大股东的侵害。在经历了各企业集团的频繁倒闭之后,投资者开始将投资重点放在民营企业集团上。在民营企业集团内,融资渠道受到较多的限制,融资约束问题显著,因此,利用上市公司在资本市场进行资金融通就成为民营企业集团控股上市公司的主要动机。刘煜辉和熊鹏(2005)的研究表明,民营企业集团利用配股、恶意担保、关联交易等手段侵占上市公司利益的动机比较强烈。李焰和张宁(2007)的实证研究表明,自然人控制的集团所属的上市公司比国有集团控股的上市公司面临的融资约束大。虽然民营企业集团得到了整体上市,但是并不一定能够抑制民营企业集团控股股东的“利益输送”行为。

假设2:已整体上市的集团公司中,民营性质的集团公司比国有性质的集团公司面临的融资约束大。

## 二、研究设计

**1. 样本选择。**本文以2005~2007年三年连续A股上市的公司年报数据为研究基础,根据上市公司公告的公司全称筛选出公司名称中包含集团字样的公司。在保证连续经营且数据完整的基础上,剔除金融类上市公司和ST、PT、\*ST等一系列经营状况不佳的上市公司,筛选出整体上市的集团公司。为了与筛选出的整体上市的集团公司进行配对研究,选取了非整体上市但存在内部资本市场的样本公司。研究所采用的数据来自香港理工大学与深圳国泰君安信息技术有限公司联合开发的CSMAR数据库查询系统,数据整理采用Excel数据处理系统,回归分析使用统计软件SPSS15.0。

**2. 研究模型和变量的选择。**Fazzari(1988)以投资模型为基础,引入现金流变量构造了融资约束模型,并通过实证检验得出公司投资与内部现金流具有很强的相关关系。公司所受融资约束的严重程度由模型中现金流变量的系数(投资-现金流敏感系数)反映。如果企业面临的融资约束很大,就很难获得有效的外部资金,从而会更更多地依赖内部融资,因此企业内部资金的波动性会对企业的投资水平产生显著影响。企业

融资是为了让企业更好地发展,因此,企业的投资与融资之间存在着必然的联系。本文所涉及的投资支出指的是公司的资本性投资支出,具体指现金流量表中“购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金”。

为了使模型更具通用性,Palani-Rajan(1998)在Fazzari的模型的基础上进行了修正,并运用修正后的模型进行了实证分析。模型如下:

$$I_{it}/K_{it-1} = \partial_0 + \partial_1 \times CF_{it}/K_{it-1} + \partial_2 \times Cash_{it-1}/K_{it-1} + \partial_3 \times Q_{it-1} + \partial_4 \times S_{it-1}/K_{it-1} + \varepsilon$$

我国关于公司融资约束的研究也大多采用Fazzari的研究方法。本文以Palani-Rajan(1998)的模型为基础,并对其进行了一定修正,提出如下模型:

$$I_{it}/K_{it-1} = \partial_0 + \partial_1 \times CF_{it}/K_{it-1} + \partial_2 \times Cash_{it-1}/K_{it-1} + \partial_3 \times Q_{it-1} + \partial_4 \times Debt_{it-1} + \varepsilon$$

模型中 $I_{it}$ 是公司当年的资本支出水平; $K_{it-1}$ 是公司上年的资产总额,用于控制公司规模的影响; $CF_{it}$ 是公司当年产生的现金流净额; $\partial_1$ 为投资—现金流敏感系数,用于测度上市公司的融资约束水平; $Cash_{it-1}/K_{it-1}$ 用于衡量企业现金余额对融资约束的影响; $Q_{it-1}$ 用于衡量公司的投资机会; $Debt_{it-1}$ 是公司上年末的负债水平,用于衡量公司向外借债的能力。

**表 1 研究变量的选取及说明**

	变量	简写	说明
被解释变量	资本支出与资产总额的比值	$I_{it}/K_{it-1}$	公司第t年的资本支出采用现金流量表中的“购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金”项目金额代替;公司第t-1年末的资产总额,用于控制公司规模的影响
	托宾Q值	$Q_{it-1}$	(会计年度最后一个交易日的股票市值+总负债)/总资产
解释变量	现金流净额与资产总额的比值	$CF_{it}/K_{it-1}$	现金流净额是企业当年经营活动产生的现金流量净额
	现金余额与资产总额的比值	$Cash_{it-1}/K_{it-1}$	现金余额是企业上年末货币资金余额
	资产负债率	$Debt_{it-1}$	资产负债率是公司上年末的资产负债率

**3. 描述性统计。各组变量描述性统计结果见表2:**

**表 2 各组变量描述性统计结果**

	整体上市组			非整体上市组		
	平均数	标准差	样本数	平均数	标准差	样本数
$I_{it}/K_{it-1}$	0.116 050	0.2 814 352	446	0.079 210	0.0 980 389	1 134
$Q_{it-1}$	0.548 140	0.1 733 670	446	0.505 609	0.2 085 248	1 134
$CF_{it}/K_{it-1}$	0.110 328	0.4 193 606	446	0.078 499	0.1 308 005	1 134
$Cash_{it-1}/K_{it-1}$	0.146 207	0.1 159 904	446	0.136 581	0.1 042 849	1 134
$Debt_{it-1}$	0.542 026	0.1 700 461	446	0.504 449	0.2 083 659	1 134

从表2可以看出:①整体上市组的资本支出与资产总额的比值的平均数明显高于非整体上市组的,说明整体上市组的投资支出较多;②整体上市组的托宾Q值的平均数略高于非整体上市组的,说明整体上市组的投资机会普遍较多;③整体上市组的现金流净额与资产总额的比值的平均数明显高于非整体上市组的,说明前者在产生现金流方面具有优势;④整体

上市组的资产负债率的平均数略高于非整体上市组的,表明整体上市组向外借债的能力较强。

**三、实证结果分析**

**1. 对假设1的检验。**从表3可以看出,无论是整体上市组还是非整体上市组, $CF_{it}/K_{it-1}$ 前的投资—现金流敏感系数都显著为正,说明上市公司无论是否整体上市都面临较为严重的融资约束问题。非整体上市组 $CF_{it}/K_{it-1}$ 前的系数明显小于整体上市组 $CF_{it}/K_{it-1}$ 前的系数,这说明已整体上市的集团公司比未整体上市的集团公司控制的上市公司面临的融资约束大。假设1未得到验证。

笔者认为产生这一现象的原因有以下几点:①国家制定的保护投资者利益的措施尚存在缺陷,即使集团公司整体上市,也不能使信息完全透明,从而难以避免内部资本市场中关联交易的频繁发生以及大股东对中小股东利益的侵占。②资产负债率普遍偏高是我国整体上市集团公司中存在的一个重要现象,这一方面说明我国整体上市集团公司的借债融资能力较强,另一方面说明其可融资的途径较少。③集团公司整体上市后一部分资金可能回流至其上市子公司中,从而增加了其融资约束。

其他变量的回归结果显示,整体上市组的投资还受投资机会(托宾Q值)以及资产负债率的影响,且影响较为显著,而非整体上市组的投资受到现金余额一定程度的影响。

**表 3 整体上市组和非整体上市组所受融资约束的检验对比**

自变量	整体上市组 (N=446)	非整体上市组 (N=1 134)
常数项	0.072	0.085 **
$Q_{it-1}$	-0.196 **	0.059
$CF_{it}/K_{it-1}$	0.333 **	0.136 **
$Cash_{it-1}/K_{it-1}$	0.111	-0.081 **
$Debt_{it-1}$	0.181 *	-0.070
Adj. R <sup>2</sup>	0.258	0.039
F 值	39.6 **	12.392 **
DW 值	1.456	1.577
最大的方差膨胀因子	1.243	1.124

注:\*\*、\* 分别表示在 0.01、0.05 的水平上显著。

**2. 对假设2的检验。**从表4可以看出,整体上市组普遍面临着较大的融资约束,但是,整体上市国有性质组的投资—现金流敏感系数比整体上市民营性质组的明显偏小。这说明整体上市民营性质组仍然存在着较大的融资约束,虽然企业集团得到了整体上市,但是并不一定能抑制民营企业集团控股股东的“利益输送”行为。假设2得到了验证。

其他变量的回归结果显示,民营性质组投资受投资机会即托宾Q值的影响较显著,而不受资产负债率及现金余额的影响。国有性质组投资不受投资机会、现金余额以及资产负债率的显著影响。

**四、结论**

通过上述分析,本文得出如下结论:融资约束是我国上市

# 关于会计职业判断的敏感性分析及其应用

李长青(教授)

(南京信息工程大学经济管理学院 南京 210044)

**【摘要】** 会计职业判断质量决定了会计信息质量,会计职业判断能力与敏感性分析结果具有相关关系。本文对影响会计职业判断的因素进行了具体分析,并构建了敏感性分析框架进行深入探讨,认为会计信息质量与会计职业判断密切相关。

**【关键词】** 会计 职业判断 敏感性 分析

## 一、研究假设

判断就是要对不确定性的事项做出决策。会计职业判断就是会计人员在会计规范许可的范围内,根据企业所处的经济、政治、法律等客观环境和经营特点,运用自己的专业知识和职业经验,对企业应采用的会计政策、会计估计和会计方法所作的判断或选择的过程。会计职业判断是处理各利益相关者之间的经济关系、协调各方经济矛盾、分配经济利益的一项重要措施。

会计职业判断是会计发展和社会进步的产物,会计职业判断的滥用会导致恶劣的经济后果,但正确的判断能够提供高质量的会计信息。判断和估计是会计信息系统的基本程序,

源于未来的不确定性。目前会计职业判断已成为影响会计信息质量的重要因素。基于此,本文提出以下三个基本假设。

假设1:会计职业判断对会计信息产生影响。

假设2:会计职业判断对会计信息产生影响,可以为判断者带来利益,同时能够为会计信息鉴证者所接受。

假设3:会计职业判断对会计信息产生影响,可以为判断者和鉴证者带来利益。信息使用者能够认识其存在的可能性与合理性(合规性),信息使用者有能力进行敏感性分析,进而做出决策。

## 二、会计职业判断所涉及的对象分析

### 1. 对会计政策、会计估计、会计方法等职业判断对象的

的作用,而集团公司的整体上市也并没有阻止内部资本市场的功能异化。在我国的资本市场中,仍然需要寻求更好的办法来解决企业面临的融资约束问题。

### 主要参考文献

1. 王凤彬,陈高生,熊小彤.企业内部市场交易费用分析.中国工业经济,2005;1
2. 邵军,刘志远.企业集团内部资本市场与融资约束.经济与管理研究,2006;8
3. 余明桂,夏新平.控股股东、代理问题与关联交易:对中国上市公司的实证研究.南开管理评论,2004;6
4. 李焰,张宁.集团控股比例与上市公司融资约束——基于代理理论的实证分析.经济与管理研究,2007;3
5. 李增泉,孙铮,王志伟.“掏空”与所有权安排——来自我国上市公司大股东资金占用的经验证据.会计研究,2004;12
6. 涂昱.山东上市公司内部资本市场对大股东占款影响的实证分析.山东财政学院学报,2007;1
7. 章卫东.定向增发新股、整体上市与股票价格短期市场表现的实证研究.会计研究,2007;12
8. 刘焯辉,熊鹏.股权分置、政府管制和中国IPO抑价.经济研究,2005;5

表4 整体上市集团公司国有性质组和民营性质组所受融资约束的检验对比

自变量	整体上市 国有性质组 (N=237)	整体上市 民营性质组 (N=165)
常数项	0.050	0.034
$Q_{it-1}$	-0.125	-0.020*
$CF_{it}/K_{it-1}$	0.245**	0.810**
$Cash_{it-1}/K_{it-1}$	0.260	-0.138
$Debt_{it-1}$	0.165	0.037
Adj. $R^2$	0.170	0.709
F值	13.102**	100.998**
DW值	1.315	1.898
最大的方差膨胀因子	1.083	2.662

注:\*\*、\*分别表示在0.01、0.05的水平上显著。

公司普遍存在的问题,企业集团的整体上市并没有缓解这一现状。相反,集团公司的整体上市加大了公司的融资约束。已整体上市的集团公司中,民营性质的集团公司比国有性质的集团公司面临的融资约束大。这表明民营性质的集团公司缺乏政府的行政保护,融资门槛高,融资渠道少。

我国内部资本市场并没有在缓解融资约束方面发挥很大