

基于自由现金流假说和 融资约束假说的投资行为研究

邹颖

(首都经济贸易大学会计学院 北京 100070)

【摘要】 本文对基于自由现金流假说和融资约束假说的投资行为研究进行了归纳总结,并指出了两类研究融合的趋势,以期为进一步研究提供参考。

【关键词】 自由现金流 代理成本 融资约束 信息不对称

一、基于自由现金流假说的投资过度的研究

对投资过度的研究,具有代表性的是Jensen于1986年发表于《美国经济评论》的“自由现金流量的代理成本、公司财务与收购”一文中正式提出来的自由现金流假说,该理论详细分析了代理成本对企业最优规模及其投资的影响,认为自由现金流量的代理成本引发的过度投资行为带来了投资对现金流的高度敏感性。

Jensen提出这一概念是为了解释当公司拥有大量自由现金流时,会出现管理层与股东的冲突及其所带来的代理成本问题。在现代企业所有权与经营权分离的情况下,企业管理者可能会牺牲股东的利益而谋求自身利益最大化,实现自身的价值。目标的偏离和利益的分化导致管理者在内部自由现金流量充足的情况下,不是将多余的现金用于支付股利或回购债券,而是将多余现金投资到能够扩大企业规模的非盈利性项目,使得实际投资金额超过企业的最优投资规模,导致投资过度。这种委托代理关系所导致的非效率投资行为导致企业投资对现金流的高敏感度。Conyon和Murphy(2000)的研究表明,管理者私人收益是企业规模的增函数,大公司管理者的收益远高于小公司管理者。管理者选择那些对投资者来说非最优的投资项目,实际上是为了增加其自身的财富。可见,自由现金流问题实质上也就是关于公司资源控制权的争夺。Jensen进一步指出,自由现金流量多的企业更容易引发代理成本问题而导致过度投资。管理者有强烈的建立商业帝国的愿望,因此管理者为了追求企业规模的不断增长,会滥用自由现金流,投资净现值为负的项目。而投资过度带来的风险和损失,即代理成本则主要由股东来承担。这不仅损害了股东的利益,而且也是社会经济资源的浪费。同时,Jensen还认为,企业可以通过负债融资来防止这种过度投资行为,降低代理成本,提高投资效率。

在投资过度的实证研究方面,从20世纪90年代开始,国外的一些学者根据对过度投资标准的衡量以及公司规模的不同表达方式,对样本进行划分。Lang和Litzenberger(1989)采用托宾Q值作为衡量过度投资的标准,认为如果一个公司处于过

度投资水平上,平均托宾Q值小于1是其充分条件。

Strong和Meyer(1990)以造纸业为样本,将资本投资分为维持性投资(维持企业正常生产经营能力的投资)与随意投资(任意投资),而且将现金流分为总现金流与剩余现金流(即息税后正常投资之后的超额现金流量),发现剩余现金流和随意投资存在显著的正相关关系,而随意投资与股票价格紧密联系,且呈显著的负相关关系,这表明剩余现金流常被用于非盈利的随意投资项目上,过度投资确实存在。

Mark和Clifford(1995)将现金流分为预期部分与未预期部分,研究发现未预期部分更多地被经理用于负净现值项目投资;而且托宾Q值低的企业现金流与投资支出呈显著正相关关系。

Kumar(1998)对经济合作与发展组织(OECD)的6个国家(加拿大、法国、德国、英国、日本、美国)的上市公司分别用公司市值、总资产与销售额来衡量公司规模,并对样本进行大、中、小的划分,对公司规模、投资、现金流的关系进行了实证检验,发现不同规模的公司对投资现金流关系的影响存在显著性差异,而且相对于小公司而言,大公司对现金流更敏感。

Richardson(2006)运用会计信息更好地对过度投资和自由现金流进行计量,验证了自由现金流过度投资的情况。他对1998~2002年美国的58 053家企业公司治理结构与自由现金流关系进行了检验,证实与代理成本假说相一致,过度投资通常主要集中在自由现金流充足的公司,20%的自由现金流被用于了过度投资,且绝大部分自由现金流以金融性资产的形式存在,在他所选取的样本中,41%的自由现金流以现金或有价证券的形式存在。他还进一步验证一定的公司治理结构(如积极的股东的参与)可以缓解自由现金流的过度投资。以上实证分析均支持自由现金流假说。

与上述结果相反,也有学者通过研究认为缺乏自由现金流假说的证据。Hoshi、Kashyap和Scharfstein(1991)从信息不对称的角度出发,探讨企业资本结构(主要讨论企业内部现金流量)和投资之间的关系;Oliner和Rudebusch(1992)等研究发现内部人持股、所有权结构(代理成本变量)并不能解释现金流

与企业投资支出的正相关关系;Carpenter集中研究债务融资、债务结构和投资支出的关系来检验自由现金流理论,研究发现增加负债提高杠杆率的企业投资支出明显增加,这与自由现金流假说不符;Hadlock(1998)认为,自由现金流问题的存在确实直接与管理者的代理成本有关,而内部人持股比例又是反映管理者与股东利益一致程度的重要指标,但是他使用美国435家公司1973~1976年的数据,研究了内部人持股比例与投资对现金流的敏感性,发现企业投资对现金流的敏感性并非自由现金流假说所论证的正向趋势,而是随着内部人持股比例的增加呈现出先升后降的曲线趋势。

二、基于融资约束假说的投资不足的研究

对投资不足的研究,具有代表性的是Myers和Majluf于1984年提出的信息不对称理论,也被称为融资约束假说。该理论认为当资本市场不完善时,企业外部投资者(股东)与内部人(管理者)之间存在信息不对称,这使得企业内部人(管理者)比企业外部投资者拥有更多更优的信息。根据二人的啄食理论,外部融资成本显著高于内部融资成本,管理者在融资时更加倾向于优先考虑内部融资。这使得企业面临外部融资约束甚至信贷配给。管理者受制于高成本的外部融资,无法得到最优投资支出所需要的全部资金支持,即使拥有正净现值的投资机会,企业也可能为了避免过高的外部融资成本形成的融资约束,而被迫放弃。企业内外部融资成本的差异导致了投资对内部现金流的高度敏感性,投资与现金流呈现正相关关系。投资不足既损害了企业股东利益,不利于企业价值的最大化,也在某种程度上降低了社会经济资源配置的效率。

对于投资不足,西方学者也做了许多实证研究来支持融资约束假说。Fazzari、Hubbard和Petersen(简称FHP)对融资约束与企业投资—现金流敏感性之间的关系做了开创性的研究,他们以股利支付率高低作为衡量公司面临融资约束程度的指标,对美国1970~1984年的421家制造业公司进行分组,回归结果表明不同股利支付率的小组具有不同的投资水平,投资对现金流的敏感性随着股利支付率的降低而增加,低股利支付率的公司表现出最强烈的投资—现金流敏感性,投资和现金流呈现出了很强的相关性,即企业内部资金的多寡直接制约着其投资规模的大小,受融资约束严重的公司的投资对现金流敏感性相对较高。

Hoshi、Kashyap和Scharfstein(1991)从信息不对称的角度出发,探讨了企业资本结构(主要讨论企业内部现金流量)和投资之间的关系。他们使用日本企业与银行之间关系作为融资约束的标准,以日本上市公司为样本,按是否属于六大工业集团分组进行研究,发现由于属于六大工业集团的企业较容易获得外部融资,所受的融资约束较小,它们确实表现出不明显的投资—现金流敏感性,这支持了投资现金流敏感性随融资约束变化呈现正相关关系的融资约束假说。Hubbard(1998)对资本市场的完善性与企业投资进行了全面的研究,她认为,由于信息不对称、资本市场不完善以及代理问题、激励问题和监管问题的存在,导致内部融资成本低于外部融资成本。因此,在资本市场不完善的情况下,即使有很好的投资机会,企

业也可能由于外部资金成本过高与内部融资不足而放弃该投资机会。

与融资约束不同的代表性观点有:Kaplan和Zingales(1995)批判了Fazzari、Hubbard和Petersen的观点,他们对FHP样本中的48家低股利公司进行再研究发现:其中85%的公司都有大幅增加投资的能力,且那些较少受融资约束的公司反而显示出更强的投资—现金流敏感性。1997年,他们通过理论与实证方面的研究证明投资—现金流敏感性并非融资约束的原因,而是由于管理者仅选择依赖内部现金流进行投资,不考虑其余的低成本资金来源。Cleary(1999)根据Kaplan和Zingales所提出的研究理论为基础,分析了那些增加或减少股利支付的公司(股利支付不变的公司除外),他选取大量的样本,在一年中观察了9219家公司,通过计算一系列财务比率,将他选取的样本划分为完全融资约束的、部分融资约束的、不受融资约束的三类企业,通过探讨企业投资决策和内部现金流的关系,证实了他们的结论,表明受融资约束的企业的投资—现金流敏感性更低。

三、基于自由现金流假说和融资约束假说的投资行为研究的融合

自由现金流假说和融资约束假说从不同角度诠释了公司投资对现金流的高敏感度,它们各自解释导致投资对现金流的依赖性的不同动机。Stein(2003)认为,融资约束理论与自由现金流理论并不是互相排斥的,它们根据企业的不同特征都能解释为什么企业投资对企业净财富或者说内部资金是敏感的。他们建立的模型预测在一些情形下(当现金流相对于投资机会比期望的更高时)产生事后的过度投资,而在另一些情形下产生事后的投资不足。

Hovakimian和Titman(2003)拓展了Vogt(1994)使用资本支出回归分析来检验投资的现金流敏感性的分析。他们考察了具有不同现金流敏感性的公司是如何调整投资支出的水平和时机来对其现金流变动作出反应的。他们使用两种关于过度投资的度量方法来评估公司是过度投资还是投资不足。第一种度量方法是公司的资本支出和公司在同年度同行业(基于两位SIC代码)的平均资本支出之差。为了控制公司特定的增长机会,第二种度量方法是估计每年和每个行业的投资对市场—账面比(BM)的横截面回归。这些回归的残差作为对过度投资的度量。用两种方法度量的现金流敏感公司的过度投资系数在高现金流年度里都是显著为正的,而在低现金流年度是显著为负的。此外,高现金流年度里过度投资比率大约是低现金流年度里投资不足比率的4倍,这意味着平均来说,现金流敏感公司可能过度投资。

Pawlina和Renneboog(2005)选取大量英国上市公司为样本,研究了投资—现金流敏感性,证实投资对现金流高度敏感。通过实证研究发现自由现金流的代理成本是导致现金流敏感的主要原因,并且金融机构、政府、高控制水平的行业等外部组织可以通过有效的监控以减少现金流的敏感性,而且金融机构在减轻公司与资本市场的信息不对称方面具有重要作用。

四、我国学者关于自由现金流假说和融资约束假说的实证研究

我国关于自由现金流假说和融资约束假说的实证研究不多。冯巍(1999)以沪深交易所上市的135家制造业公司1995~1997年的数据为样本,参照FHP(1988)的模型,检验了企业内部现金流量对投资的影响。他通过实证研究发现现金流对每股分红低于0.05元的企业、非国家重点企业的公司的投资水平有显著影响,从而认为这些公司面临信息不对称导致的融资约束问题。而对于国家重点扶植的企业,投资对现金流不敏感,他认为非市场的融资安排削弱了企业投资和内部现金流的关系。

郑江淮、何旭强、王华(2001)选取1996~1999年沪深交易所的全部上市公司,根据上市公司国家股比重进行分组,对上市公司后续投资的融资约束状况分化进行了实证检验,结果表明,国家股比重越低的上市公司越没有受到明显的外源融资约束,而国家股比重越高的上市公司(尤其是国家股比重大于50%的上市公司)越会受到外源融资约束。因此他们建议,应放松对非国有大企业上市的限制,鼓励国家股比重较高的上市公司降低国家股比重,扩大非国有资本进入股票市场投融资的规模。

姜秀珍、全林、陈俊芳(2003)对不同规模下上市公司的投资需求对现金流量的依赖性进行实证分析,结果表明大规模公司与小规模公司的投资都对现金流量存在敏感性,但大规模公司的敏感性要高于小规模公司,大规模公司对当前现金流量与投资机会都很敏感,并且通过进一步的动因检验,发现大规模公司投资对现金流量敏感性的主导动因源于信息不对称,小规模公司则只对现金流量敏感,对于投资机会并不敏感,它的主导动因源于自由现金流量的代理成本。

饶育蕾、汪玉英(2006)以2001~2003年非金融性A股上市公司为样本,通过实证研究发现上市公司的投资与现金流显著正相关,第一大股东持股比例与投资—现金流敏感性之间呈显著的负相关关系,当第一大股东是国家时,负相关系数更大,当第一大股东是境内社会法人时,负相关关系不显著。实证表明“过度投资”是中国上市公司投资的典型表现,符合自由现金流假说,并且可以用“融资便利”来加以解释。

张中华、王治(2006)利用我国上市公司1998~2004年的财务数据,实证检验了内部现金流对企业投资行为的影响。其研究表明,投资不足和过度投资、融资约束理论与自由现金流理论并不是互相排斥的,除特殊情形外,根据企业的不同特征,无论是投资不足还是过度投资,企业投资对现金流都是敏感的。相对投资不足行为,国有控股企业的投资过度行为更为显著;而非国有控股企业的这两种行为均较为显著。罗琦等(2007)选取1999~2005年七个会计年度沪深交易所上市的企业,其中剔除了金融保险类企业和实际控制人为境外居民的企业和资不抵债的企业,总共6738个样本。通过检验现金流持有量对投资—现金流敏感性的影响,考察企业中的融资约束和代理冲突。结果显示,融资约束与过度投资导致企业投资支出与内部现金流密切相关。民营企业、大规模地方国有企业

中存在过度投资,所持有的现金具有明显的壕沟效应,进一步提高了投资—现金流敏感性。而中小规模国有企业面临的融资约束比较突出,为了抵御外部融资约束,它们持有现金充当对冲工具,降低投资—现金流敏感性。

连玉君、程建(2007)在控制托宾Q值衡量偏误的前提下,重新审视了中国上市公司的投资—现金流敏感性问题。通过对1998年1月1日以前上市且仅发行A股的公司1998~2003年的数据进行实证研究表明,在控制衡量偏误的影响下,投资支出仍然对现金流非常敏感。但不同于前期研究,他们发现融资约束程度轻的公司反而表现出更强的投资—现金流敏感性。对此“反常”现象的动因检验表明,融资约束程度轻的公司倾向于过度投资,代理问题是导致现金流敏感性的主要原因;而融资约束较为严重的公司则表现为投资不足,信息不对称是导致现金流敏感性的主要原因。

杨兴全、付庆祝(2007)以我国2001~2004年制造业上市公司为样本进行实证研究,证实了投资支出对现金流的敏感性。结果表明,以企业规模作为度量融资约束的变量,未能支持融资约束影响投资与现金流敏感性的观点;以股利支付率作为度量融资约束的变量,检验结果为融资约束越强投资与现金流敏感性程度越高的观点提供了证据。通过进一步以托宾Q值作为反映企业发展前景的指标检验发现,投资—现金流敏感性主要是信息不对称所致。

张功富(2007)以我国沪深A股工业类434家上市公司2000~2005年的数据为样本,对自由现金流量与过度投资的关系进行考察,结果发现,过度投资显著地集中在拥有较高自由现金流量的企业中,18.92%的自由现金流量被用于过度投资,55.16%的自由现金流量以金融资产的形式保留在企业中。

胡建平、干胜道(2007)构建并利用包括成长机会和融资约束因素的投资预期模型,设计了一个直接度量自由现金流量和过度投资构成的框架,通过对2006年我国制造业633家上市公司的截面数据分析,发现过度投资与自由现金流量显著正相关,而且自由现金流量为正的公司更可能发生过度投资。

【注】本文系2007年度国家社会科学基金“基于价值管理的国有企业利润分红制度研究”项目(项目批准号:07BJY014)的阶段性成果。

主要参考文献

1. 陈昕,卢俊编译.资本结构理论研究译文集.上海:三联书店,2003
2. 汪平.财务管理——理论·实务·案例.北京:经济管理出版社,2003
3. 蒋屏.公司财务管理.北京:对外经济贸易大学出版社,2001
4. N.格利高利,曼昆著.张帆,梁晓钟译.宏观经济学.北京:中国人民大学出版社,2005
5. 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.金融研究,2001;11
6. 吴世农,卢贤义.我国上市公司财务困境的预测模型研究.经济研究,2001;6