

金投向变更伤害了广大投资者对证券市场的信心,不利于证券市场资源配置功能的发挥,也不利于上市公司自身的可持续发展。究其原因,归纳起来大致有:公司内部治理机制和资本预算机制不健全;上市公司缺乏声誉观念,不讲诚信;资本市场中的流动性约束机制、控制权市场等的缺失或不健全,等等。

(三) 企业投融资互动理论的成果

1. 融资及其约束对企业投资行为影响的研究。负债融资的治理效应会在公司的各种决策中发挥相应的作用,从而影响公司的投资行为。因此,融资及其约束对企业投资的影响一直备受理论与实务界人士的关注。但与国外学者一样,我国学者的研究也并未得出一致的结论。例如,有人认为债务引发了非效率投资行为,也有人则支持债务对投资过度行为的制约作用。还有,负债期限结构及其对企业投资行为影响的研究也越来越引起我国学者的兴趣,但同样也没取得一致性的结论。例如,有的研究认为短期债务对非效率投资行为没有更好的治理作用,而有的研究则认为短期债务对投资过度起到了明显的制约作用。

2. 现金流量与投资支出关系的研究。在企业出现投资过度和投资不足的情况下,企业投资支出与内部现金流量都会紧密相关。解释企业投资支出与内部现金流量之间关系的理论主要有自由现金流量假说和信息不对称假说。前者主要关注股东与经理之间的代理问题;后者则主要关注企业内部人与外部投资者之间的利益冲突。

信息不对称假说从信息不对称角度出发对投融资关系

进行解释。由于企业内外部存在信息不对称,外部的资本提供者会要求较高的报酬率(资本溢价),这使得外部资本成本大于内部资本成本,因此信息不对称严重的公司会面临严重的融资约束。面临融资约束的企业会更多地根据自身的现金流量状况来选择投资项目,甚至不得不放弃一些净现值大于零的项目,从而出现投资不足现象。按照这一理论,投资支出同样会受到企业现金流量的影响,面临严重的融资约束的公司会表现出较高的投资现金流敏感性。可见,对该理论的检验,是融资及其约束对企业投资行为影响研究的继续与深入。由于我国上市公司中广泛存在着过度投资问题,从现实状况来看,似乎自由现金流量假说更具说服力,但仍有待将来的研究进一步去证实。

3. 企业投资对融资影响的研究。我国企业投资对融资影响的研究才刚刚开始,研究成果相对较少。有学者认为资产专用性、依赖性、可塑性以及资产结构会对融资方式选择、融资结构产生影响。具体来说,资产的专用性越高,企业越倾向于权益融资,反之越倾向于负债融资;资产的专属性越高,企业越倾向于权益融资;资产的依赖性越高,企业越倾向于权益融资;随着资产的可塑性增加,企业越倾向于权益融资。如果这种作用机制强烈,则企业的资本结构将随着资产结构的变化而变化,这也就意味着企业没有最优的资本结构。当然,这些结论是否成立,还有待进一步的研究来检验。

(作者单位:中山大学管理学院会计学系)

责任编辑 刘莹

● 词条

内部资本市场

当企业拥有多个业务部门时,拥有相应的投资机会的部门之间为了争夺资源会展开竞争,作为企业总部的集团为了追求整体利益最大化,需要将各投资机会产生的现金流集中起来重新分配,以提高内部投资效率。这种资金再分配使得企业内部实际上形成了一个资本市场。当企业外部融资市场出现信用约束,也即具有正NPV值的投资机会可能融不到资金或者融得的资金不足时,企业可以通过内部资本市场将目前可控制的资金在投资机会间进行重新配置,将资金从预期产出较低的投资机会转移到预期产出较高的投资机会。然而现实中,内部资本市场本身也是不完美的,也有可能出现效率低下。一方面,企业总部的判断能力有限,关于各投资机会的信息难以筛选和判断,会出现排序错误。另一方面,部门经理对总部决策施加影响,部门经理的寻租行为、政治斗争和代理问题可能以不同的形式使总部的资金配置向其倾斜。这种低效具体表现为资金的非优转移,用较好的投资机会的资金来补贴较差的投资机会。如果内部资本市场的弊端体现得更明显或者外部市场得到发展使信用约束得到直接放松,那么内部资本市场的运作将被外部市场取代,可能会导致多元化企业解体为只拥有一个投资机会的多家企业。