

□ 赵艳芳

现金流量的管理说和信息说的比较分析

投资是 GNP 中的重要变量,总供给和总需求都敏感于投资变动。因此,对投资理论的研究一直方兴未艾。以下五种投资理论影响较为广泛:新古典投资理论、加速系数投资理论、修正的新古典理论、现金流量理论和 Q 理论。其中,现金流量理论日益成为解释企业投资的主导性理论。当今流行的管理说(Managerial theory of investment)和信息说(Informational theory of investment)是现金流量理论的现代版,本文将对这两种现金流量理论的分支理论进行介绍和对比分析,并揭示现金流量与投资决定的关系及对我国的启示。

一、现金流量的管理说和信息说介绍

新古典的投资理论认为,只要企业的投资回报高于其资金成本,企业就会积极争取资金用来投资;而且,外部资金和内部资金完全可以替代,当内部资金变动时,企业可以利用外部资金来熨平由此导致的投资波动。而现金流量理论则认为,投资主要取决于企业的现金流量(即内部资金,企业留存盈余与折旧的总和),现金流量理论提出了“融资等级”(financing hierarchy)的说法,即企业融资的次序偏好是不同的。现金流量的管理说和信息说都明确认为,资金市场的不完善和管理职权的运用会造成内部融资与外部融资成本上的差异。加速系数投资理论、修正的新古典投资理论及 Q 理论都未对融资源泉作特殊分析,这些理论与新古典投资理论一样,都建立在利润最大化的假设上。这些区别将有助于下面对管理说和信息说的阐述。

1. 现金流量的管理说

现金流量的管理说重点在对经营管理者的管理行为分析上,管理行为就是管理者运用管理权限的行为,受股东和竞争的市场条件约束。管理说认为,企业经营管理者目标并非利润最大化,而产品销售额、职工工资、市场份额都可以成为企业管理者的目标。现代企业所有权和经营权的分离,产生了管理者和股东的利益分化,利益分化使管理者往往并不追求代表股东利益的企业股票市场价值最大化,而将目标定位于企业规模的扩大和产出水平的不断提高。对于管理者来说,企业可利用的现金流量/内部资金水平基本决定了投资支出,即使投资项目回报偏低,为追求企业规模增长,管理者仍会从事该项投资。内部资金是资金市场上最容易取得的融资,最适合达到管理者谋求企业增长的意图,因而备受管理者青睐。管理者倾向于避免利用外部资金,避免相应的外部资金市场的约束。管理说的这些观点与投资的新古典理论大相径庭。新古典理论认为,投资受资金成本制约,而现金流量水平与企业投资无关。

管理说对管理者和股东的利益分化作了进一步阐述。管理说认为,一些控制机制如董事

会、公司购并市场和大股东等会限制这种利益的分化。董事会可以选择、更换管理者，公司购并市场的存在和大股东对企业的关注、对管理者的压力会迫使管理者协调与股东的利益冲突。除此之外，让管理者拥有企业的股权同样会使管理者兼顾股东权益。另外，一定程度的负债经营也会给管理者带来巨大压力，因为企业破产对他们的代价很大，既丧失了对企业的控制，又败坏了经理市场上的声誉，所以会鞭策管理者正确运用管理权限以避免破产，这同样达到缓解管理者与股东的利益冲突的目的。

2. 现金流量的信息说

在不对称信息模型中，假定企业管理者(内部人)掌握着投资机会和投资回报的个体信息；而外部人，如资金供应者对企业资产价值和运营的信息并不完全了解，这种信息的不对称造成市场上企业的股票价位混乱，市场可能把企业发行新股融资看作企业业绩低劣的表示，由此导致的股票低价会使原股东(所有者)蒙受损失，而新投资者则得到不止是净现值 NPV (net present value) 的收益。这样，即使投资项目的净现值 NPV 为正值，这样的投资项目也会被否决。而内部资金和低风险负债都不涉及价值低估，从而优于发行股票，这就产生了所谓的“融资等级”，即企业融资次序首先是内部资金，其次是低风险负债，最后是发行股票。

信息说同样表明了现金流量与投资支出的密切关系，也就是说企业面临的流动性约束制约投资。由于信息问题的存在，内部资金和外部资金是不完全替代的，企业利用股票或债务融资往往会支付溢价成本，资金市场的不完全信息使外部资金成本高于内部资金成本，因而企业更偏好于内部资金的使用。

二、管理说和信息说的比较分析

1. 信息说建立在管理者代表股东利益并追究利润最大化目标的前提下，而管理说则建立在管理者与股东目标差异的前提下，这两种理论假设前提不同。

2. 在信息说中，如果投资资金的回报大于持股人资金的机会成本，就可以从事投资。这是管理者按股东利益行事的结果。而在管理说中，即使投资回报低于其机会成本，也会进行投资，这种为求增长的过度投资虽有悖于股东利益，但可使管理者享受管理特权的好处。

3. 信息论认为，融资等级的存在是由于管理者和外部资金供应者的信息不对称造成的，企业面临的是持怀疑态度的资金市场，而资金市场并不了解企业的投资预期回报，导致企业发行的股票价值低于其实际价值。而管理说则认为，融资等级的存在是因为管理者在其权限范围内能便捷地利用内部资金，因此内部资金的机会成本低。

4. 管理说强调广泛存在的管理权限，既然管理者的管理权限不能支配外部资金市场，利用权限使用内部资金就显得重要了。对信息说而言，重点在不对称信息上，强调管理权限不过是不对称信息的一个方面而已，由于不对称信息的普遍存在，内部资金对投资决定极为重要。

5. 管理说和信息说都认识到这样的事实，那就是现代企业所有权和经营权的分离，先产生了信息不对称，反过来又给予了管理者特殊的行为权限。另外，管理说和信息说都论断融资等级的存在，在这个融资等级中，股票成本高于债务成本。

下面按照企业规模、股利分配、场内交易/场外交易、研究开发(P&D)占销售的比重这四个方面企业特征来进一步对比分析管理说和信息说。

1. 企业规模。在信息说中，建立在信息基础上的资金约束对小企业的约束比为大企业的约束更大。因此，小企业的投资决定主要受内部资金制约而非外部资金；管理说则强调，小企业

的所有权相对大企业而言更为集中,而小企业的管理者常常持有企业的大量股票,代理成本因此降低并且管理者和股东利益趋于一致,因此管理特权受到限制,管理绩效优于大企业,所以结论是,小企业投资受内部资金影响不大,受外部资金影响却很大。

2. 股利分配。信息说认为,对企业股利分配的分析可以判断企业受资金市场约束的程度,从而反映出利用外部资金成本的高低。如果外部资金成本明显高于内部资金成本,则企业会保留大部分利润,仅支付小部分股利给股东,股利分配比率低;如果资金成本差异不大,则股利分配对企业投资行为的影响也小。由此看来,股利分配比率低的企业,可能是那些面临大量信息问题和流动性约束的企业,这些企业更多地受内部资金制约;而股利分配比率高的企业则不大受内部资金制约。另一方面,管理说的考虑是,既然管理者的兴趣在于企业规模扩大和长期发展,并非股东利益,则企业进行投资支出时,不重视对资金成本的考虑,对内部资金尤为如此,因为在这方面管理者权限很大。依靠内部资金使管理者远离资金市场的压力,而最大化内部资金的一种方法就是尽可能少分股利。从代理成本的角度看,股利分配与内部资金此长彼消的关系会降低股利分配比率高的代理成本,因为股利分配比率高则管理者现金流量的使用权限减少,而低股利分配则增加了与自由使用现金流量相联系的代理成本。由此看来,管理说和信息说在这方面是一致的,这两种理论都认为股利分配低比率的企业受内部资金的约束大。

3. 场内/场外交易。企业的股票在全国性证券交易所上市的为场内交易;达不到上市要求的企业的股票只能在柜台上发行交易,称为场外交易。信息说认为与场内交易企业相比,场外交易企业是那些不成熟的、面临着更多不对称信息的企业,由于管理者与资金供应者之间信息差异更大,使这些企业对现金流量的约束比场内交易企业敏感。从管理说的角度讲,场外交易企业是那些年轻的、富有活力、增长迅速的企业,代理成本低于场内交易企业,对现金流量的约束不像场内交易企业那样敏感。管理说结合企业生命周期理论,认为有活力的年轻企业吸引投资的机会更多,利用外部资金的可能性更大;而老化的成熟的企业则增长潜力有限,对内部资金依赖性大。从而管理说的结论是,场外交易企业对内部资金的依赖程度比场内交易企业低。

4. R&D/销售。按信息说的观点,R&D/销售比例高的企业,内部人与外部人之间的信息不对称更加严重,所以 R&D/销售比率高的企业比 R&D//销售比率低的企业更依赖内部资金以进行投资,而关于道德风险(Moral hazard)的说法同样解释了外部资金不愿从事高风险的技术革新与开发。然而管理说却认为。股东和管理者的冲突不利于企业技术进步。年轻的活力企业因代理问题不严重而对 R&D 有着强烈的关注和兴趣,吸引外部资金的能力大些。也就是,R&D/销售比率高的企业对外部资金的依赖性大,而 R&D/销售比率低的企业则更受内部资金约束。

三、管理说和信息说的实证分析

这部分用回归分析来比较管理说和信息说。建立如下回归等式:

$$I/K = \alpha_0 + \alpha_1 Q + \alpha_2 (C_f/K) + \alpha_3 (S/K) + \varepsilon$$

其中,I 代表投资,K 代表资金, C_f 为现金流量,S 为销售,Q 为托宾(Tobin)Q 理论中的 Q 比率,即企业资金的市场价值与其重置成本的比率,这里用来衡量预期利润; C_f 来衡量可利用资金,S/K 是销售对资金存量的比率, C_f/K 指现金流量对资本存量的比率。

实证分析数据取材于标准普尔公司的数据库,以 1972—1990 年间 600 家企业为分析对象,回归数据见下表:

	企业规模		场内/场外交易		R&D/销售比率	
	小企业	大企业	场外交易企业	场内交易企业	比率低	比率高
S/K	-0.001 (-0.68)	-0.014 (-6.27)	-0.00001 (-0.002)	-0.008 (-5.70)	-0.014 (-4.98)	0.002 (0.91)
C _i /K	0.056 (8.17)	0.146 (11.00)	0.036 (3.73)	0.112 (12.97)	0.148 (8.15)	0.024 (4.84)
Q	0.0002 (1.67)	0.006 (9.35)	0.002 (1.04)	0.005 (9.75)	0.005 (4.11)	0.001 (4.35)
判定系数 R ²	0.033	0.075	0.031	0.054	0.051	0.047

注:1. 圆括号内为 t 检验值。

2. 由于管理说和信息说都认为股利分配与投资支出是此长彼消的关系,股利分配不能区分管理说和信息说,故表中舍去对股利分配的数据分析。

资料来源:C. Samuel, 1996《Internal Finance and Investment》ups 1663.

回归分析结论:

1. 从对企业规模的分析看,回归数据表明大企业比小企业更依赖内部资金,这与管理说观点一致。代表着未来需求水平的销售对大企业是至关重要的,而对小企业则并非如此。Q 比率对于大企业和小企业都是显著相关的,说明未来盈利水平与投资支出的密切关系。

2. 从企业场内/场外交易的方面分析,场内交易企业比场外交易企业对现金流量的约束更为敏感,这同样支持了管理说的观点。销售和 Q 比率对场外交易企业的影响小,而对场内交易企业影响大。如果假定场外交易企业小于场内交易企业,则这些结论与建立在规模基础上的分析相同。

3. 从 R&D/销售的角度分析,R&D/S 低的企业比 R&D/S 高的企业更依赖于内部资金,这又验证了管理说的观点。

因此,回归分析的结果表明,通过对企业规模、场内/场外交易、R&D/销售这三方面考察,管理说比信息说更能解释投资与现金流量的关系。

四、几点启示

本文全面分析了现金流量的两种新理论,并通过对比分析,明确揭示了企业投资的决定与内部资金(现金流量)的关系。运用管理说和信息说,结合我国实际,可得出如下启示:

1. 通过对现金流量的两种理论的分析,可以推论出,内部资金与外部资金的不完全替代,使资金比例构成不同所带来的投资回报也不同。虽然现金流量理论认为企业偏好于使用内部资金从事投资,但是,如果企业能够接受资金市场的约束,充分利用外部资金,资金的配置效率更为有效,相应的投资回报会更高。因此,对我国来说,应大力发展并完善资金市场,通过资金市场的检验促使企业更合理地使用资金,更谨慎地从事投资行为。资金市场的发展和完善会提高我国短缺型经济资源的全面配置效率。

2. 分析管理说和信息说可以使我们认识到银行与企业关系的重要性。密切的银企关系减少了流动性约束对投资的影响。从信息说的角度看,银企关系密切时,信息不对称问题并不突出;而从管理说角度看,银行对企业的密切监控降低了企业的代理成本,企业对现金流量的依赖也相应降低。就我国企业而言,银行在企业融资方面的地位举足轻重,国有企业资金来源基

本上是银行信贷。因此,建立银行对企业有效的监控机制和正确的银企关系,将有助于缓解企业投资的资金约束并且提高企业的管理绩效。

3. 在现实经济生活中,管理说所指的管理者运用权限以享受特权的行为屡见不鲜。这可以概括在“内部人控制”里。我国企业在公司制改造的过程中,特有的委托代理关系使“内部人控制”现象极为普遍。为此,借鉴管理说,企业应致力于法人治理结构的完善,建立控制机制以控制“内部人控制”。公司购并市场的发展、董事会的角色定位、大股东作用的充分发挥、接管或破产的强大压力等都是很好的控制机制。

4. 信息说强调的不对称信息存在也是当今的热门话题。由于外部资金供应者和企业管理者信息的不对称,信息说认为企业不愿利用发行股票来从事投资,股票市场在企业融资方面的角色是有限的。事实上,尽管信息问题普遍存在,但股票市场对我国企业融资的作用日益重要。所以,为使企业资金来源多元化,完善企业融资机制、减少企业与市场不对称信息问题和更好地发展股票市场是不容忽视的。

参考文献:

1. Greenwald Bruce C., Joseph E. Stiglitz, and Andrew Weiss 1984 Informational imperfections in capital markets and macroeconomic fluctuations. American Economic Review 74.
2. Fazzari, Steven M., R. Glenn Hubbard, and Bruce Peterson, 1988 Financing constraints and corporate investment Brookings Papers on Economic Activity No. 2.
3. Mueller, Dennis C. and Elizabeth Reardon 1993. Rates of return on Corporate investment. Southern Economic Journal 60.
4. Habi I 1989. Investment in segmented capital markets. Quarterly Journal of Economics 104.
5. Samuel. cherian 1996, The Inreutwent Decision, Poley Research Pater 1656. World Bank.
6. Samuel cherian 1996 Iwternal Finance and Inveutmeit. Poley Research PaPer 1663. World Bark.
7. 费方域:《控制内部人控制》,《经济研究》第6期。

(作者单位:复旦大学经济系;邮编:200437)

· 简讯 ·

上海财经大学自考办获全国荣誉称号

上海财经大学自学考试办公室近日荣获“全国高等教育自学考试工作先进集体”称号。国家教委全国自学考试委员会经济管理类专业委员会委员、上海财大成教学院常务副院长管一民教授和该院自学考试办公室范正威主任,同时双双荣获“全国高等教育自学考试工作先进个人”称号。

财大自学考试先后开设会计学等六个专业,从1982年开考以来,至今已有15年,在籍考生中已先后有4988人通过自学考试获得大专和本科毕业的学历。近年来,每次报考人数高达2.5万余人,报考人次达4.9万,并有明显继续增长的趋势。

多年来,财大自学考试办公室坚持对每一位考生做到“有信必回,有问必答”。他们已成为一个“团结奋进,善于思考,勇于改革,勤于服务,严于管理”的先进集体,为办好“没有围墙的大学”尽心尽力。

(朱)