

上市公司的财务政策与绩效

翟林瑜*

摘要 本文通过理论和实证分析发现,上市公司的财务政策对绩效有影响作用。派息率作为反映经营者对投资者利益重视程度的指标,对生产效率与资本效益均具有显著性正面效应;长期投资比率作为反映经营者对企业成长偏好程度的指标,对生产效率与资本效益均具有显著性负面效应;而负债比率作为本应反映来自投资者事后惩治力度的指标,对资本效益却具有显著性负面效应。此外,属于竞争性行业的企业的生产效率不低于受保护行业的企业,但其资本效益劣于后者。

关键词 财务政策, 生产效率, 资本效益

一、引言

股票市场的存在为企业提供了外部融资和成长的渠道,也为投资者提供了积累与增值的机会。然而,企业上市后,随着企业规模的扩大,所有权与经营权会相互分离,企业经营者成为独立于投资者的职业经营者,以投资者代理人的身份掌管企业的投资与运营。投资者与经营者之间的这种委托代理关系使得经营者的利益不同于投资者的利益,会导致经营者的一系列利己式机会主义行为以及由此引起的机会成本即代理成本的产生(Jensen and Meckling, 1976)。

在经营者的机会主义行为中,经营者对企业成长的偏好行为是极为常见的一种。可想而知,企业成长带来企业规模的扩大,企业规模扩大意味着经营者可占有的资产和可支配的属下人员增多,其在社会上的地位也相应提高,因此经营者会在潜意识中有一种对企业成长的极大偏好。经营者所具有的信息优势和决策上的自由空间使得经营者的成长偏好成为可能,从而导致即使是NPV为负的投资项目有时也被采纳。经营者以牺牲投资者利益为代价而实现的这种企业成长,实际上等同于经营者在用本应属于投资者的钞票来“构筑自己的独立王国”(Marris, 1964; Jensen, 1986等)。

经营者的这种成长偏好或“王国构筑”(empire-building)行为,自然会体现到企业的有关利润分配与资本筹措等方面的财务政策上。为了追求企业

* 大阪市立大学工商学院,湘潭大学商学院。通讯地址:日本国大阪市住吉区杉本 3-3-138;电话:(81)6-6605-2215;E-mail:zhai@bus.osaka-cu.ac.jp。本文是2003—2005年度日本文部科学省研究费资助课题“关于中国企业的国际竞争力”和日本证券奖励财团资助课题“关于中国大型国有企业的治理结构”的部分研究成果。作者感谢两个课题组参加人员的协作和匿名审稿人的建议,文责自负。

成长或为下一步成长留下空间,经营者会尽量降低分配给股东的红利,当从外部集资时会尽量采取无需还本付息的股票发行的形式。因此,企业的派息率与负债比率等财务政策与企业的投资行为以及绩效并不会分别像 Miller and Modigliani (1961) 与 Modigliani and Miller (1958) 所描述的那样相互独立,而是互相关联的。在其他条件相同的情况下,低的派息率意味着经营者对股东利益的轻视 (La Porta et al., 2000), 低的负债比率则意味着来自包括债权人在内的投资者的监控力度的低下 (Stulz, 1990; Harris and Raviv, 1990 与 Hart and Moore, 1995 等), 而这些财务政策最终会影响到企业的投资和绩效。

那么,在经常被用“投资饥饿”和“圈钱”等词来加以形容的我国的上市公司中,企业的财务政策与绩效有什么关系?尚处于不健全阶段的资本市场(股票市场和银行体制)对它们的影响如何?来自实物市场(产品与原材料市场)的竞争又起什么作用?本文试图对这些问题进行尝试性分析。¹

迄今为止,针对资本市场比较发达的国家尤其是美国的上市公司的财务政策与投资行为的研究,已经有相当的积累。这些研究的共同之处就是首先在效率性资本市场中导入信息不对称性,然后通过当事者双方之间的基于有效法律制度下的谈判来获得满足信息效率性的部分均衡解,例如, Leland and Pyle (1977)、Myers and Majluf (1984) 与 Miller and Rock (1985) 等所倡导的信号传递假说就极具代表性。此外,为数众多的实证分析也主要是通过分析股票市场对企业财务政策变更的反应来检验该均衡解的变动及其影响因素而展开的。总而言之,迄今为止的研究大多是基于新古典金融理论中的局部均衡解而展开的。

与比较接近 Fama (1970) 所定义的半强型有效市场的美国股票市场相比,我国股票市场尚处转型阶段,其所依赖的法律制度和市场机制尚不健全,股票价格包含着许多制度性和人为性噪音,因此可以说我国的股票市场与半强型有效市场还有很大距离。那么,验证局部均衡理论在我国股票市场的有效性,把实证分析的焦点放在股票价格与企业财务政策之间的关系上就容易成为对信息效率性与所使用的定价模型的双重验证(joint test)(Fama, 1970; 翟林瑜, 2004)。为此,本文在进行分析时将不采用这些新古典金融理论中的局部均衡解以及以此为基础的事件研究(event study)的方法,而是对我国上市公司经营者所具有的极大的信息优势和决策上的自由空间给予特别重视,采用描述式模型分析和实证分析的手法。

诚然,对于我国上市公司的绩效,许多人从所有权结构的角度进行了分

¹ 正如匿名审稿人之所指出,上市公司中存在着两种代理问题,一种是经营者与投资者之间的代理问题,另一种是控股股东与中小股东之间的代理问题。在股权分置的时代,以控股股东对中小股东的掠夺(looting)和掏空(tunneling)等为代表的后者可能极为严重,但本文将把分析的焦点限定在前者的代理问题上。

析 (Xu and Wang, 1999; Sun and Tong, 2003)。它们的结论大同小异,基本上是公司绩效与国家直接持股比例呈反比,与法人持股比例成正比。²然而,虽然用所有权结构似乎能够在一定程度上说明其对企业绩效的影响以及企业间相对绩效的差异,但法人股对企业绩效起正面效应的理由是什么?我国的法人股东称得上是具有独立利益、对经营者起监控作用的大股东 (block holder) 吗?许多法人股东的大股东也是代表国家的政府,难道多层代理关系能够胜过单层代理关系吗?日本企业的相互持股链导致的“王国构筑”行为的盛行和绩效的下降以及 20 世纪 90 年代以后法人持股的被迫“解链”意味着什么?因为这些疑问一时难以澄清并为了避免重复性劳动,本文将不从所有权结构上展开分析。

本文的结论是企业的财务政策对绩效有一定的影响作用。具体来讲,派息率作为反映经营者对投资者利益重视程度的指标,对生产效率(总资产周转率)与资本效益(总资产营业利润率等)均具有显著性正面效应,长期投资比率(长期股权与债权投资之和占总资产的比率)作为表示经营者可偏离投资者利益而追求企业成长的自由度的指标,对生产效率与资本效益均具有显著性负面效应,这两个结果说明,经营者对投资者的利益越重视,其绩效也就越好,反之亦然。负债比率作为本应反映来自投资者事后惩治力度的指标,它与预期相反,对生产效率没有显著性作用,对资本效益具有显著性负面效应,说明来自于投资者尤其是债权投资者对经营者进行监控和施加预算约束的机制尚不起作用。此外,通过对竞争行业的企业与受保护行业的企业进行对比发现,在生产效率上前者不低于后者,但在资本效益上前者劣于后者,说明来自实物市场的竞争固然能迫使企业提高生产效率,但对资本效益的低下无能为力,其原因可能在于,当只存在实物市场的竞争而没有一个可以使投资者向经营者传达并责其实现自己的目标的市场时,经营者至多只会追求旨在维持企业生存和成长的生产效率的提高而忽视对资本效益的追求。

本文在下一节将用一个简单的模型来对我国上市公司经营者的目标和行为进行描述,第三节将把描述式模型简化成一个可用来实证分析的线性回归式,并用 1990—2002 年间的财务面板数据进行实证分析,最后为总结。

二、模型分析

(一) 假设

企业具有无限寿命,它在时间 t 用投资者所提供的资本存量 K_t 、劳动者

² 一个例外就是田利辉(2004, a 与 b)从债权人监控的角度展开的对公司绩效与代理成本的分析,本文的结论与其有许多相似之处。在此感谢匿名审稿人之一把其中的一篇介绍给作者。

所提供的劳动 L_t 和经营者所提供的经营努力 E_t 来生产某一产品, 以金额表示的产出 Q_t 由如下柯布-道格拉斯生产函数决定:

$$Q_t = AK_t^\alpha L_t^\beta E_t^\gamma \quad (1)$$

其中, A 为常数, K_t 、 L_t 、 E_t 与 Q_t 均为时间 t 的连续可微分变量, K_t 仅由投资者的股权投资构成, α 、 β 与 γ 分别为资本、劳动与经营努力的产出弹性, 并满足 $0 < \alpha < 1$ 、 $0 < \beta < 1$ 、 $0 < \gamma < 1$ 的条件。³ (1) 式的生产函数属于常态型, 为简便起见我们将省略下角标 t , 就是说下式与 (1) 式具有相同含义:

$$Q = AK^\alpha L^\beta E^\gamma \quad (1')$$

包括用折旧费进行的再投资在内的总投资资金来源于企业的现金流或投资者的新投资, 但只有净投资 (总投资扣除再投资后的部分) 才构成资本增量。若用 I 表示在时间 t 进行的总投资, 则总投资 I 与资本存量 K 之间会有如下函数关系:

$$I - \delta K = \dot{K} \quad (2)$$

其中, δ 为折旧率; $\dot{K} = dK/dt$, 为资本增量。

投资者与经营者均为风险中性的, 各自以自己所期望的各期收入的现值之和最大化为目的。企业虽然归投资者所有, 但所有权与经营权完全分离, 企业的全部决策均由独立于投资者的职业经营者来决定。⁴

经营者的报酬除单位时间固定报酬之外, 还由与控制经营者手下的资源量成正比的津贴组成。津贴既包括奖金之类的显性金钱收入, 也包括各种隐性金钱收入和经营者地位给经营者带来的各种非金钱心理满足等。若以如下总收入:

$$R = (1 - \tau)(Q - \omega L) + \delta \tau K \quad (3)$$

来表示经营者所控制的资源, 并用 λ 表示正比比例, 则经营者的津贴就等于 R 与 λ 的乘积。⁵ 在上式中, ω 表示单位工资, τ 表示法人税率。

投资者在用股权出资形式投资于企业后, 由于投资者与经营者之间存在着信息非对称性, 投资者不能行使基于所有权的事前监控权, 所以经营者可以在很大程度上根据自己的意愿来进行投资和经营决策。不过, 投资者除了可以通过股票市场来确认或实现自己的投资成果之外, 还可以根据经营者的

³ 经营努力虽然指的是经营者为提高产出而付出的努力, 但我们可以认为, 当产出一定时, 经营努力越大, 企业的资本效益也就越高。

⁴ 在我国, 国有企业的经营者很多出身于原主管部门的官僚, 有的甚至仍保留着行政干部身份。因此, 或许与其称他们是职业经理, 不如称他们为半官半民型经理更为确切。参阅刘德强 (2002)。

⁵ 由于在我国与利润或股价挂钩的报酬形态尚未普及, 因此可以说经理人员的包括非金钱津贴在内的报酬在很大程度上与其所控制的资源量呈正比。

事后续效，通过抛售股票或在股东大会提交动议来对经营者施加一定的事后惩治。我们假设来自投资者的这一事后惩治可用常数 θ 与价值差 $(V^* - V)$ 的乘积来表示，其中 V^* 表示当经营者作为完全忠实于投资者的代理人时所实现的企业价值，也即使下式

$$V = \int_0^{\infty} (F - \rho E) e^{-rt} dt \quad (4)$$

得以最大的企业价值，而 V 则表示经营者实际实现的企业价值。 θ 表示经营者对投资者所负担的期望机会损失 $(V^* - V)$ 事后支付的期望补偿比例，它等于补偿概率与补偿比例的乘积。 r 是投资者所要求的投资回报率，也即投资者资本成本，它依赖于投资者的时间偏好。 ρ 是将经营努力给经营者带来的负效用折合成金钱时的等价单位成本。⁶ F 表示企业的现金流，由下式给定。

$$F = (1 - \tau)(Q - \omega L) + \delta \tau K - \phi I. \quad (5)$$

式中的 $\phi \geq 1$ ，为投资的单位调整费用。

根据以上假设可知，经营者的包括非金钱津贴在内的总收入的期望现值为：

$$U = W_0 + \int_0^{\infty} (\lambda R - \rho E) e^{-it} dt - \theta(V^* - V). \quad (6)$$

在此， W_0 为固定报酬的现在期望值， i 为经营者在决定投资取舍时使用的临界回报率，在此我们称为经营者资本成本。上式右侧的第二项为与企业的每期总收入成正比的津贴减去经营努力的等价成本以后的期望净现值，第三项为经营者事后对投资者的机会损失所作的补偿的期望现值。另外，经营者资本成本 i 是经营者在决定投资方案采取与否时使用的判断基准，当在投资者与经营者间起桥梁作用的资本市场不是完全效率性市场时，自然有 $i < r$ ，这正是本文所要描绘的情景。⁷

由于 (6) 式中的 λ 表示的是经营者偏离投资者目标——企业价值最大化，而追求自身利益——津贴最大化的程度， θ 表示的是投资者对经营者的这种偏离企业价值最大化行为进行事后惩治的程度，为此我们分别将其称为津贴追求度与价值最大化惩治力度。考虑到所有权与经营权的分离使得经营者

⁶ 经营者所付出的经营努力以身心疲劳的形式给经营者带来负效用，在此假设该负效用与努力水平呈正比。

⁷ 在完全效率性资本市场上，投资者向企业提供资金时所要求的投资回报率（投资者资本成本）与经营者在进行投资决策时所使用的投资取舍基准回报率（经营者资本成本）是一致的，但出于如下两个理由，这种一致在现实中是极少见的。第一，当所有权与经营权相分离时，经营者往往把资金的筹集成本（筹集资金所付的手续费、企业将来要支付的股息或利息等）误认为是资本成本。这即便在以高经营者素质而著称的日本的企业中也是如此，比如他们往往把票面股息率当作权益资本的资本成本。第二，当股票市场的投机性和泡沫性很强时，连股票购买者或持有者本人也很难知道自己的资本成本（所应要求的回报率），这会给经营者发送一个资本成本很低甚至为零的错误信号。

在很大程度上可以追求自己的津贴,同时资本市场也在某种程度上存在着投资者对经营者的事后惩治,我们不妨假设 $0 \leq \lambda < 1$ 、 $0 < \theta \leq 1$ 。此外,为简便起见,我们将称津贴追求度 λ 、价值最大化惩治力度 θ 、经营者资本成本 i 与投资者资本成本 r 这四个外生变量为企业治理因子。

(二) 经营者目标最大化

可以设想,经营者在决定所投入的资本存量、劳动和自己的经营努力水平时是以自己的目标函数的最大化为目的。将 (1') ~ (5) 式依次代入 (6) 式,然后求解使 (6) 式得以最大化的资本存量、劳动和经营努力水平可得如下三式⁸:

$$Q_K \equiv \frac{\partial Q}{\partial K} = \alpha \frac{Q}{K} = \frac{\phi(r + \delta)}{(1 - \tau) \left(1 + \frac{\lambda}{\theta} e^{(r-i)t}\right)} - \frac{\delta \tau}{(1 - \tau)}, \quad (7-1)$$

$$Q_L \equiv \frac{\partial Q}{\partial L} = \beta \frac{Q}{L} = \omega, \quad (7-2)$$

$$Q_E \equiv \frac{\partial Q}{\partial E} = \gamma \frac{Q}{E} = \frac{\rho}{1 - \tau} \left(1 + \frac{(1 - \lambda)e^{(r-i)t}}{\theta + \lambda e^{(r-i)t}}\right). \quad (7-3)$$

以上三式的左侧分别为资本存量 K 、劳动 L 与经营努力 E 的边际产出,右侧为各自的边际成本。由于本文的研究对象是企业治理与企业绩效的关系,所以我们将不对税率等各企业间共同的要素进行考察,仅仅把分析的焦点放在 λ 、 θ 、 i 与 r 这四个企业治理因子上。

从 (7-2) 式可知,有关劳动投入的决策不受企业治理因子的影响。也就是说,即便在所有权与经营权相分离,经营者被允许追求津贴最大化的场合之下,也应该将劳动一直投入到劳动的边际产出与边际成本相等为止。当然,由以上三式可推导出保持产出不变的劳动—资本替代率 dL/dK ,但我们在此设劳动市场为完全竞争型,而且考虑到我国的劳动力十分丰富,因此我们可以把有关劳动投入的决策看作是一个附带性决策而不加考虑。我们还可以认为,经营者可以先选择使自己的目标函数得以最大化的有关资本存量和经营努力的投入,然后再根据 (7-2) 式的市场约束条件与企业的劳动—资本替代率来决定劳动的投入量即可。总而言之,由于本文的目的不是探讨新古典投资理论或生产函数,所以此后我们将避开劳动,仅就 (7-1) 与 (7-3) 式展开分析。

⁸ 这一极大化表面上是在没有任何约束条件下的极大化,其实不然。只要 $\theta > 0$,那么式中同时含有投资者资本成本和投资者目标的(6)式右侧第三项对经营者而言就是一个约束条件。此外,由于该极大化中含有 K 对时间 t 的微分项 \dot{K} ,因此进行极大化时要用到变分法这一求泛函极值的方法。

(三) 模型的含义

由 (7-1) 式可知, 资本存量的边际产出 Q_K 除了依赖于企业的技术条件、投资者资本成本与税率以外, 还依赖于 $\frac{\lambda}{\theta} e^{(r-i)t}$ 这一由有关企业治理的四个因子构成的综合因子。我们一边留意到 Q 是 K 的严格凹形单调增函数, 资本的边际产出 Q_K 等于资本的单位产出——总资产周转率 Q/K ——与 α 的乘积, 一边对 (7-1) 式进行比较静态分析, 则可获得如下命题 I。

命题 I 经营者所选择的资本存量与随之而定的产出均在如下条件下减小 (或增大), 也就是说总资产周转率在如下条件下增大 (或减小)。

- (1) 经营者津贴追求度 λ 减小 (或增大);
- (2) 来自投资者的价值最大化惩治力度 θ 增大 (或减小);
- (3) 投资者资本成本 r 与经营者资本成本 i 相差减小 (或增大);
- (4) 投资视野 t 为近期 (或远期) 的未来。

当存在来自投资者的价值最大化惩治而不存在经营者的津贴追求, 即 $\theta > 0$ 、 $\lambda = 0$ 时, (7-1) 变为:

$$Q_K \equiv \frac{\partial Q}{\partial K} = \alpha \frac{Q}{K} = \frac{\phi(r+\delta) - \delta\tau}{(1-\tau)}. \quad (7-1')$$

此时, 在企业的技术条件和税率一定的情况下, 企业的边际产出从而企业的产出与资本存量仅仅取决于投资者资本成本 r 的大小, 从而使得经营者所做的有关资本存量与产出的决策完全等同于投资者所做的决策, 连接投资者和经营者的资本市场变成新古典金融理论中的完全效率性市场。

以上我们就企业治理因子对总资产周转率的影响进行了探讨, 下面我们将把眼光转向治理因子与资本效益之间的关系。为此, 将 (7-1) 式的两侧用 (7-3) 式的两侧相除并加以整理可得:

$$\frac{E}{K} = \frac{\gamma}{\alpha\rho} \left[\frac{\phi(r+\delta) - \delta\tau}{1 + \frac{e^{(r-i)t}}{\theta}} - \frac{\delta\tau\lambda e^{(r-i)t}}{\theta + e^{(r-i)t}} \right]. \quad (8)$$

当产出 Q 一定时, 经营者所付出的经营努力越大, 资本效益也就会越高, 因此我们可用 E/K 作为企业的资本效益指标。由 (8) 式可见, 式右侧括号内第一项是构成资本效益的主项, 它说明资本效益除了取决于投资者资本成本 r 之外, 还依赖于 θ 这一来自于投资者的事后惩治力度以及 $e^{(r-i)t}$ 这一投资者资本成本与经营者资本成本之差的影响。至于括号内的第二项, 它表示的是税率与企业治理因子的综合影响, 说明资本效益在某种程度上也依赖于经营者的津贴追求度 λ 。一边对如上所述加以考虑, 一边对 (8) 式进行比较静态分析可得如下命题 II。

命题 II 取决于经营者所选择的资本存量与经营努力水平的资本效益在如下条件下增大(或减小)。

- (1) 经营者津贴追求度 λ 减小(或增大);
- (2) 来自投资者的价值最大化惩治力度 θ 增大(或减小);
- (3) 投资者资本成本 r 与经营者资本成本 i 相差减小(或增大);
- (4) 投资视野 t 为近期(或远期)的未来。

当 $\theta=1$, $i=r$, $\lambda=0$ 时, 我们可得

$$\frac{E}{K} = \frac{\gamma}{\alpha\rho} \left(\frac{\phi(r+\delta) - \delta\tau}{2} \right).$$

此时, 资本市场变为完全效率性市场, 企业的资本效益达到最高。

从以上对总资产周转率和资本效益所进行的分析可知, 若想提高企业的总资产周转率和资本效益, 那么抑制经营者对津贴的追求度和强化来自投资者的价值最大化惩治力度均为必要。另一方面, 正如(7-1)式与(8)式分别所示, 抑制经营者对津贴的追求对于减少过大投资更为有效, 而加强投资者对经营者的价值最大化惩治对于提高资本效益则更为重要。

三、实证分析

本节将以上述模型分析的结论为依据, 以我国上市公司为对象来探讨企业治理因子对总资产周转率及资本效益的影响。

(一) 由模型分析到回归分析

将(7-1)式就企业治理综合因子 $\frac{\lambda}{\theta} e^{(r-i)t}$ 进行一阶泰勒展开可得:

$$\alpha \frac{Q}{K} \approx \frac{\phi(r+\delta)}{(1-\tau)} \left(1 - \frac{\lambda}{\theta} e^{(r-i)t} \right) - \frac{\delta\tau}{(1-\tau)},$$

将上式两端除以 α 并加以整理, 则可将单位资本存量的产出即总资产周转率 q 表示为:

$$q = \frac{Q}{K} \approx -\frac{\delta\tau}{\alpha(1-\tau)} - \frac{\phi(r+\delta)}{\alpha(1-\tau)} \frac{\lambda}{\theta} e^{(r-i)t} + \frac{r+\delta}{1-\tau} \frac{\phi}{\alpha}. \quad (9)$$

另外, 我们进一步假设投资者所要求的投资回报率 r 、资本的产出弹性 α 、折旧率 δ 与税率 τ 在企业之间无差异。于是, 可以认为企业的总资产周转率线性地依赖于其技术条件的代理变量 ϕ 与企业治理综合因子。也就是说, 若设:

$$\begin{aligned} -\frac{\delta\tau}{\alpha(1-\tau)} &= a, & -\frac{\phi(r+\delta)}{\alpha(1-\tau)} &\approx b, \\ \frac{\lambda}{\theta} e^{(r-i)t} &= x, & \frac{r+\delta}{(1-\tau)\alpha} &= c, & \phi &= z. \end{aligned}$$

则(9)式可改写为⁹：

$$q = a + bx + cz. \quad (10)$$

该式即为对总资产周转率进行回归分析时的理论依据。

(10)式中 x 为企业治理的综合因子，具体来讲它表示企业治理的弱度。由 $b < 0$ 可知，(10)式意味着企业治理越不完善（即弱度越高），总资产周转率也就越低，反之亦然。如果将 $x=0$ 时的 q 用 q^* 加以表示，则由 $q^* = \frac{Q^*}{K^*} > q = \frac{Q}{K}$ 可知 $Q - Q^* > 0$ ， $K - K^* > 0$ ，而且各自之差即分别为对投资者而言的过大生产量与过大资本存量。

然而，在进行实证分析时，我们有必要将(10)式右侧的解释变量用代理变量来替代。参考新古典金融理论或契约理论，作为企业治理的代理变量，我们在此使用派息率、长期投资比率和负债比率这三个反映企业财务政策的尺度。

派息率是指股息所占可供股东分配利润的比例，当其他情况相同时，它的高低表示经营者对股权投资者利益的重视程度，因此可以认为经营者的津贴追求度随着该指标的增加而降低。长期投资比率是指企业向关联企业进行的长期股权投资和长期债权投资之和占总资产之比，当其他情况相同时，该比率越高，也就意味着经营者可追求自身利益的自由度越大，意味着经营者脱离价值最大化而追求企业成长和巩固既得地位的可能性越高。¹⁰鉴于派息率和长期投资比率分别从经营者意识和客观可能性上表示经营者对津贴的追求度，我们把这两个分别起加强和削弱企业治理作用的财务指标视为经营者津贴追求度的代理变量。

债权这一具有偿还期限的优先索取权不同于股权这一无需偿还的剩余索取权，对经营者来说理应具有较强的预算约束力。因此，我们把负债比率这一理应强化企业治理的财务指标视为价值最大化惩治力度的代理变量。

为了解析出企业治理对企业的投资与生产活动的影响，我们引入五个控制变量。第一个是决定企业投资和生产特征的技术条件变量，我们取在建工程资产比率与总资产对数值为其代理变量。在建工程资产比率是指在建工程资产占固定资产的比率，用来代表模型中的投资调整费用，该比率越高，从投资到生产所需的时间也就越长，对投资和生产进行调整所需的费用也就越大。总资产是用来考虑规模效应的控制变量。

⁹ 虽然 b 中含有 ϕ ，但我们忽略其影响。

¹⁰ 我们可认为长期投资比率是自由现金流(free cash flow)的代理变量之一。当然，作为自由现金流的代理变量也可使用货币性资产占总资产的比率这一指标。但与该比率同时也反映企业事后续效的高低和资金充足程度相比，长期投资比率更多地显示着经营者的事前意志和自由度。

第二个控制变量是行业虚拟变量,以受保护行业之一的电力、煤气及用水行业为0,其他行业为1,用来控制行业间差异;第三个控制变量是GDP增长率,用来控制年度间差异;第四个控制变量是证券交易所虚拟变量,以上海证券交易所为0,深圳证券交易所为1,用来控制上海证券交易所与深圳证券交易所间的差异;第五个控制变量是以1990—1997年为0的1998年会计制度改革虚拟变量,用来考虑作为会计制度改革的重要一步而于1998年开始采用的国际会计准则(IAS)的影响。¹¹

由以上可知, i 企业的 t 年度总资产周转率 q_{it} 可用如下回归式加以描述:

$$q_{it} \equiv \frac{Q_{it}}{K_{it}} = A + BX_{it} + CZ_{it} + DM_{it} + \varepsilon_{it}. \quad (11)$$

在此, A 为常数项, X_{it} 、 Z_{it} 与 M_{it} 分别为前面曾述及的企业治理代理变量、技术条件代理变量与控制变量的列向量, B 、 C 、 D 分别为与各自的变量相对应的回归系数的行向量, ε_{it} 为误差项。

以上我们构建了对代表企业生产效率的总资产周转率进行实证分析的回归模型,下面让我们回过头来考虑如何以(8)式为依据来对资本效益进行同样的分析。为此,我们先用企业的资本效益指标来替代(8)式左侧,然后再直接用线性关系对效益指标与治理因子以及技术条件之间的关系加以近似,这样即可获得与(11)式相对应的如下回归式:

$$y_{it} = A' + B'X_{it} + C'Z_{it} + D'M_{it} + \varepsilon'_{it}. \quad (12)$$

在此, A' 为常数项, B' 、 C' 与 D' 分别为与列向量 X_{it} 、 Z_{it} 与 M_{it} 相对应的回归系数的行向量, ε'_{it} 为误差项。在回归分析时,作为资本效益 y_{it} 的尺度,我们分别使用了总资产营业利润率与ROE(即净资产利润率)。

(二) 数据与分析结果

用(11)与(12)式进行实证分析时所使用的数据来自香港理工大学中国会计与金融研究中心和深圳市国泰安信息技术有限公司合作编制的“中国上市公司财务数据库2003年版”。这一数据库覆盖了上海证券交易所自1990年开业和深圳证券交易所自1991年开业以来至2002年底的所有非金融A股上市公司的财务数据,本文所采用的1990—2002年度的面板数据共有7173个。¹²自2000年度开始,上市公司均在各年度末同时公布了上年度财务报表的修正版,但为了保证数据的连续性,我们没有采用修正版的数据。¹³另外,由

¹¹ 1998年的会计制度改革是旨在与国际会计准则接轨的改革,它包括现金流量表、合并会计报表的导入和有关市价会计的规定等,可以认为这一改革在一定程度上提高了会计数据的可信性。

¹² 数据库中共有7176个面板数据,从中删除了三个具有明显错误的数字(其中两个是销售额为负的数据,一个是总资本与总资产不一致的数据)。经核对,这些错误系原报表之误,并非数据库编制者之错。

¹³ 我们也用确定版进行了验证,其结果与本文结果无差别。

于我们使用按年度分类的财务数据进行回归分析，所以没有对数据进行实质化，也没有对合并报表与单一报表予以区分。

表 1-A 与表 1-B 分别描述了实证分析时使用的主要数据的变化趋势与财务比率的概况。从表 1-A 可以看出，企业利润及股息的增长远远慢于总资产的增长，尽管每年的新上市公司和退市公司使得数据不具备严格意义上的年度可比性。由表 1-B 可看出，总资产周转率变化不大，2001—2002 年略有提高，为 60% 左右；总资产营业利润率自 20 世纪 90 年代中期变化不大，但 2001—2002 年略有下降，为近 4%；ROE 自 90 年代中期基本上呈下降趋势，

表 1 非金融业上市公司的基本统计量

A、各年度主要数据的企业平均值（单位为百万元，括号内数据为剔除异常数据后结果）

年度	企业数	总资产	固定资产	长期投资	负债	主营业务收入	营业利润	净利润	可供股东分配利润	股息
1990	8 (3)	184 (443)	73 (187)	21 (54)	136 (332)	117 (267)	30 (81)	4 (10)	3 (7)	0 (0)
1991	11 (4)	352 (746)	148 (332)	14 (27)	235 (492)	181 (251)	15 (30)	15 (28)	10 (27)	0 (0)
1992	52 (49)	718 (727)	218 (221)	68 (70)	394 (391)	358 (374)	42 (44)	2 (2)	36 (38)	8 (8)
1993	176 (151)	966 (1012)	296 (317)	107 (115)	440 (462)	529 (518)	72 (74)	8 (8)	64 (74)	10 (12)
1994	283 (279)	1086 (1092)	347 (349)	107 (106)	496 (498)	574 (579)	72 (73)	74 (75)	102 (104)	34 (35)
1995	307 (301)	1283 (1246)	429 (404)	111 (112)	641 (627)	689 (666)	65 (62)	64 (62)	65 (62)	38 (37)
1996	510 (503)	1132 (1107)	383 (367)	90 (89)	554 (547)	611 (604)	48 (47)	51 (50)	52 (52)	19 (18)
1997	715 (706)	1243 (1221)	446 (434)	80 (81)	581 (571)	679 (673)	61 (62)	61 (62)	73 (74)	27 (27)
1998	821 (806)	1404 (1397)	526 (521)	85 (85)	643 (636)	734 (732)	54 (58)	53 (57)	74 (79)	20 (20)
1999	918 (893)	1546 (1558)	589 (596)	96 (98)	710 (705)	839 (852)	65 (70)	64 (69)	71 (82)	22 (22)
2000	1054 (1022)	1752 (1780)	647 (657)	116 (118)	788 (788)	987 (1008)	74 (79)	69 (74)	87 (101)	32 (32)
2001	1131 (1083)	2270 (2317)	992 (1014)	140 (144)	1072 (1078)	1334 (1368)	81 (89)	59 (69)	80 (103)	39 (40)
2002	1187 (1145)	2552 (2599)	1183 (1206)	155 (160)	1255 (1264)	1549 (1571)	102 (108)	66 (75)	85 (109)	39 (40)
平均或合计	7173 (6945)	1728 (1744)	696 (702)	113 (116)	816 (815)	982 (994)	72 (76)	60 (65)	77 (89)	30 (30)

B、主要财务比率(剔除异常数据后)的变化趋势(上栏为加权平均值,下栏为中位数)

年度	总资产周转率	总资产营业利润率	ROE	派息率	长期投资比率	负债比率	在建工程资产比率
1990	0.632	0.164	0.090	0.000	0.116	0.738	0.543
	0.449	0.077	0.020	0.000	0.025	0.769	0.415
1991	0.514	0.042	0.123	0.005	0.041	0.666	0.188
	0.368	0.028	0.036	0.000	0.028	0.676	0.280
1992	0.498	0.059	0.006	0.225	0.094	0.548	0.436
	0.460	0.063	0.000	0.177	0.100	0.436	0.303
1993	0.548	0.075	0.014	0.161	0.110	0.456	0.308
	0.493	0.072	0.000	0.000	0.080	0.390	0.302
1994	0.528	0.066	0.125	0.335	0.098	0.457	0.310
	0.472	0.057	0.067	0.304	0.077	0.402	0.271
1995	0.537	0.051	0.100	0.582	0.086	0.499	0.280
	0.478	0.038	0.046	0.669	0.069	0.459	0.228
1996	0.540	0.042	0.088	0.356	0.079	0.490	0.260
	0.467	0.046	0.057	0.000	0.053	0.452	0.177
1997	0.547	0.049	0.092	0.368	0.065	0.467	0.224
	0.452	0.056	0.063	0.197	0.036	0.413	0.161
1998	0.523	0.039	0.070	0.271	0.061	0.458	0.187
	0.417	0.053	0.056	0.000	0.032	0.410	0.116
1999	0.543	0.042	0.077	0.309	0.062	0.459	0.159
	0.422	0.047	0.050	0.000	0.036	0.414	0.088
2000	0.563	0.042	0.071	0.367	0.066	0.450	0.135
	0.407	0.042	0.043	0.148	0.041	0.415	0.091
2001	0.588	0.036	0.050	0.484	0.062	0.473	0.122
	0.407	0.032	0.032	0.149	0.040	0.429	0.080
2002	0.607	0.040	0.051	0.455	0.061	0.492	0.118
	0.426	0.030	0.026	0.073	0.040	0.447	0.077

2001—2002年为5%强¹⁴；派息率自1999年起总体上呈上升趋势，2002年为46%；长期投资比率自1997年以来稳定在6%强的水平；企业的负债比率在1995—2000年间呈略微下降的趋势，但在2001—2002年转为上升，为近50%；在建工程资产比率呈总体下降趋势。

在此，我们有必要对ROE、派息率和负债比率分别作一下探讨。首先让我们看ROE。如果我们用经营者实现的ROE来估算经营者资本成本，那么可以说经营者资本成本在6%左右。而据美国商业部“Quarterly Financial Report for Manufacturing Corporations”的数据计算可知，美国制造业企业最近26年(1978—2003年)的ROE均值达12.4%。考虑到我国仍处于发展中阶段，资本稀缺性仍然很高，我们可以认为我国企业的潜在ROE也即投资

¹⁴ 值得注意的是，与总资产营业利润率相比，ROE容易成为企业对会计数据进行操作的对象。从附图表1可以看出，总资产营业利润率基本上呈连续地对称分布，而ROE在0处被部分地截断。

者资本成本不会低于 12%。如是，那么这高达 6% 的投资者资本成本与经营者资本成本之差就可认为是企业治理机制欠缺导致的代理成本。¹⁵

派息率自 1999 年以来的显著上升与其说意味着经营者整体对股东利益的自发重视，不如说是证监会的强行规制所致。1999 年以前，股票市场的投机成分很大，股民的动机不是获取红利而是股价上升，他们对派息并不关心，而是热衷于送、配股，因此企业也很少派息。2000 年以后，证监会将现金派息作为再融资的条件，有些企业为了进一步从股市圈钱而开始派息。¹⁶ 然而，尽管 2000 年以后的派息政策会受到这一规制的影响而有所异化，但在横向上，企业间的派息率的高低还是能在一定程度上反映经营者对投资者利益的重视程度的。

最后，就负债比率的变化作一简短阐述。可以认为，负债比率在 2001—2002 年的上升是企业尽量从经营者资本成本较低之处筹集资金的结果。一方面这期间股市下跌，使得经营者对股权融资的偏好相对低下；另一方面政府在这期间不断降低利率，并鼓励银行向企业尤其是大企业贷款，再加上来自国有银行的债权约束依然薄弱，这就使得间接融资对经营者的魅力相对上升。

表 2 列出了以总资产周转率为被解释变量的回归分析的结果，表 3 给出了分别以总资产营业利润率和 ROE 为被解释变量的回归分析的结果。通过对表 2 与表 3 的分析结果进行观察，我们可得出如下结论。¹⁷

第一个结论是有关企业治理代理变量的。派息率作为反映经营者视投资者利益与自身利益孰为重要的指标，其回归分析的结果与模型分析的命题 I 与 II 的 (1) 所预测的一样，对总资产周转率与资本效益指标均具有显著性正面效应。这说明派息率高的企业意味着企业对投资者利益较为重视，因而这样的企业生产效率和资本效益也就较高。由此我们可以认为，尽管经营者可能是出于对股价和再融资的考虑而决定派息的，但高派息率是有助于提高企业的生产效率与资本效益的。

¹⁵ 当然我们知道，新古典金融理论是通过将当前股票市值视为未来股息的期望现值来定义投资回报率的。基于这种模型，Fama and French(1999)用内部报酬率法估算了美国非金融上市公司的资本成本和投资回报率，张峥等(2004)采用同样方法对我国 1990—2001 年非金融上市公司的资本成本和投资回报率进行了估计。在此我们不采用此法，理由之一是因为正如在引言所述，我国的股票市场尚不是半强型有效市场，不具备套用新古典金融理论的条件，理由之二是因为在此我们给予重视的是企业对投入资本所实现的使用效率。

¹⁶ 在这点上，感谢匿名审稿人之一的提醒。阎大颖(2005)也提出了同样的问题。这种派息动机的异化有可能降低一些本文后续分析的有效性。

¹⁷ 考虑到所使用的数据为面板数据，企业之间有可能存在个体效果，故回归分析时采用了 Random-effects GLS 回归分析法。至于解释变量之间的相关系数，参阅附表 1。

表2 以总资产周转率为被解释变量的回归分析
(Random-effects GLS 回归分析法, 非金融业上市公司, 1990—2002年)

解释变量		回归系数	显著性概率
(常数项)		-1.282	0.001
企业治理代理变量	派息率	0.044	0.001
	长期投资比率	-0.370	0.000
技术条件代理变量	负债比率	0.039	0.167
	在建工程资产比率	-0.095	0.000
行业虚拟变量(电力、煤气及用水=0)	LN 总资产	-0.014	0.040
	农、林、牧、渔	0.057	0.419
	采掘	0.167	0.061
	食品、饮料	0.225	0.000
	纺织、服装	0.240	0.000
	造纸、印刷与家具制造	0.049	0.513
	石油化工与塑胶塑料	0.230	0.000
	电子	0.232	0.000
	金属与非金属	0.233	0.000
	机械、设备与仪表	0.199	0.000
	医药与生物制造	0.154	0.006
	其他制造业	0.022	0.800
	建筑	0.283	0.001
	交通运输与仓储	-0.043	0.479
	信息技术	0.270	0.000
	批发与零售贸易	0.700	0.000
	房地产	0.014	0.820
	社会服务	-0.007	0.910
	传播与文化	-0.020	0.837
	综合类	0.084	0.122
行业不明企业	0.092	0.193	
其他控制变量	GDP 实质增长率	1.812	0.000
	深圳证券交易所	-0.043	0.014
	98 年会计制度改革	-0.025	0.026
Number of obs=6945 Number of groups=1198			
R-sq: within=0.0376 between=0.2619 overall=0.2129			
Wald chi2(28)=671.88 Prob>chi2=0.000			

表3 分别以总资产营业利润率与 ROE 为被解释变量的回归分析
(Random-effects GLS 回归分析法, 非金融业上市公司, 1990—2002年)

解释变量	总资产营业利润率		ROE		
	回归系数	显著性概率	回归系数	显著性概率	
(常数项)	-0.122	0.264	0.429	0.000	
企业治理代理变量	派息率	0.033	0.000	0.034	0.000
	长期投资比率	-0.098	0.000	-0.019	0.050
技术条件代理变量	负债比率	-0.153	0.000	-0.153	0.000
	在建工程资产比率	0.013	0.008	0.020	0.000
	LN 总资产	0.009	0.000	0.010	0.000

(续表)

解释变量	总资产营业利润率		ROE		
	回归系数	显著性概率	回归系数	显著性概率	
行业虚拟变量(电力、煤气及用水=0)	农、林、牧、渔	-0.016	0.041	-0.009	0.211
	采掘	0.016	0.143	0.005	0.592
	食品、饮料	-0.004	0.532	-0.003	0.671
	纺织、服装	-0.030	0.000	-0.025	0.000
	造纸、印刷与家具制造	-0.010	0.269	-0.004	0.602
	石油化工与塑胶塑料	-0.010	0.067	-0.007	0.158
	电子	-0.007	0.356	-0.002	0.766
	金属与非金属	-0.010	0.083	-0.007	0.167
	机械、设备与仪表	-0.017	0.001	-0.011	0.018
	医药与生物制造	-0.005	0.437	-0.003	0.567
	其他制造业	-0.014	0.146	-0.006	0.485
	建筑	-0.002	0.819	0.004	0.620
	交通运输与仓储	-0.002	0.727	-0.002	0.736
	信息技术	-0.006	0.318	0.005	0.388
	批发与零售贸易	-0.004	0.490	-0.002	0.703
	房地产	-0.007	0.289	-0.006	0.309
	社会服务	-0.020	0.004	-0.015	0.018
	传播与文化	-0.026	0.008	-0.022	0.013
	综合类	-0.019	0.001	-0.009	0.084
	行业不明企业	-0.032	0.000	-0.032	0.000
其他控制变量	GDP 实质增长率	0.060	0.531	-0.468	0.000
	深圳证券交易所	-0.001	0.679	0.000	0.885
	98 年会计制度改革	-0.024	0.000	-0.034	0.000

Number of obs=6945 Number of groups=1198

总资产营业利润率: R-sq: within=0.1056 between=0.3388 overall=0.1748

Wald chi2(28)=1465.01 Prob>chi2=0.000

ROE: R-sq: within=0.1437 between=0.3086 overall=0.1859

Wald chi2(28)=1579.24 Prob>chi2=0.000

长期投资比率作为表示经营者可偏离投资者利益而追求规模最大化的自由度的指标，它也如同模型分析的命题 I 与 II 的 (1) 所预测的一样，对总资产周转率与资本效益指标均具有显著性负面效应。这意味着向关联企业的投资越多，企业的生产效率与资本效益也就越差。值得注意的是，这一分析结果与对处于相反位置的企业——接受其他法人投资的企业——所进行的实证研究（如 Sun and Tong, 2003）的结果形成了鲜明的对照，从而从持股企业方面向“被持股企业的资本效益与法人持股比例成正比”这一假说提出了质疑。

负债比率作为本应反映来自投资者事后惩治力度的指标，它的回归结果有悖于模型分析的命题 I 与 II 的 (2)，对总资产周转率没有显著性作用，但

对资本效益具有显著性负面效应。¹⁸同时,根据新古典金融理论,效益高的企业为了进一步提高 ROE 的水平应该更多地利用负债这一杠杆的作用,但我国上市公司的数据所显示的结果正好相反。这些很有可能不仅意味着在我国现阶段,来自于投资者尤其是债权投资者对经营者进行事后惩治的企业治理机制尚不太起作用,而且还很有可能意味着企业的资本效益与负债比率的关系并不一定是(12)式所示的因果关系,而是举债企业的道德风险和逆向选择的存在导致效益越低的企业越更多地依靠负债融资。

第二个结论是有关企业技术条件代理变量的。在建工程资产比率作为投资调整费用的代理变量,它对总资产周转率与资本效益分别具有显著性负面效应和正面效应,企业规模对总资产周转率与资本效益也分别均具有显著性负面效应和正面效应。¹⁹

第三个结论是有关行业虚拟变量的。除交通运输这一受保护行业以外的行业均具有不低于电力、煤气及用水行业的总资产周转率,至于资本效益,则几乎所有不受保护的行业均呈现负面作用。这两个不同的作用说明来自实物市场的竞争虽然能够迫使企业提高生产效率,但对资本效益的下降无能为力。之所以如此,是因为我们尚缺乏一个可以使投资者向经营者传达并责之实现自己的目标的企业治理机制。没有这样一个机制,经营者很容易只埋头于提高旨在企业成长的生产效率上,而忽视对资本效益的考虑(Zhang et al. (2002)与杨智远、何荣天(2004)也得出了类似结论)。

换句话说,如果把来自实物市场的竞争和来自投资者与资本市场的治理机制看作是促使经营者忠心耿耿、勤奋不息而从左右两个方向施加的压力的话,那么,当只存在来自实物市场的竞争这一压力时,经营者就很有可能避重就轻地牺牲投资者的利益而去争取在产品市场上获得一席之地或进一步扩大市场份额。考虑到表 1-A 所显示的企业资产规模不断扩大但资本效益不断下降的趋势以及刚才提到的企业与银行间的道德风险及逆向选择的问题等,我们可以认为,经营者之所以有意识或无意识地偏好企业成长而忽视效益,是因为来自投资者与资本市场的压力过于不足。

至于模型分析的命题 I 中的(3)与(4)与 II 中的(3)与(4),由于代理变量选定的困难,我们没有对其进行探讨。但关于潜在的投资者资本成本与经营者资本成本之差也即代理成本,如前所述,目前,它在我国是相当高的。

¹⁸ 这一与认为债权具有监控与惩治经营者行为功能的契约理论的预期相悖的分析结果也可以从附表 1 中的负债比率与效益性指标间的负相关关系来确认。另外,田利辉(2004, a)、陈小悦、徐晓东(2001)也报告了类似结果。

¹⁹ 根据模型分析的结果(10)可知,在建工程资产比率作为投资调整费用的代理变量,理应起增大总资产周转率的作用,企业规模对总资产周转率与资本效益的不同效应也似乎难以解释。

四、结 语

本文对我国上市公司的财务政策与绩效的关系进行了分析，指出财务政策对绩效具有一定的影响作用。首先，派息率对生产效率（总资产周转率）与资本效益（总资产营业利润率与 ROE）具有显著性正面效应。派息率在在一定程度上反映着经营者对投资者利益的重视程度，因此可以认为对投资者利益越重视的公司其生产效率与资本效益也就越好。当然，公司的派息在某些程度上是出于对再融资的考虑，派息的动机有可能受证监会规制的影响而异化。然而，跟以前经营者可毫无代价地圈钱相比，规制当局的规制毕竟可强迫经营者提高对投资者利益的重视程度，降低一些代理成本。

其次，长期投资比率对生产效率与资本效益具有显著性负面效应。公司的长期投资或来源于以前的资产重组，或出自闲置资金的理财投资，或出于关联交易的目的，但它们都表示经营者向主营业务以外领域的扩张，反映着经营者对成长的偏好。忽视投资者利益的这种长期投资是有损于投资者利益的。

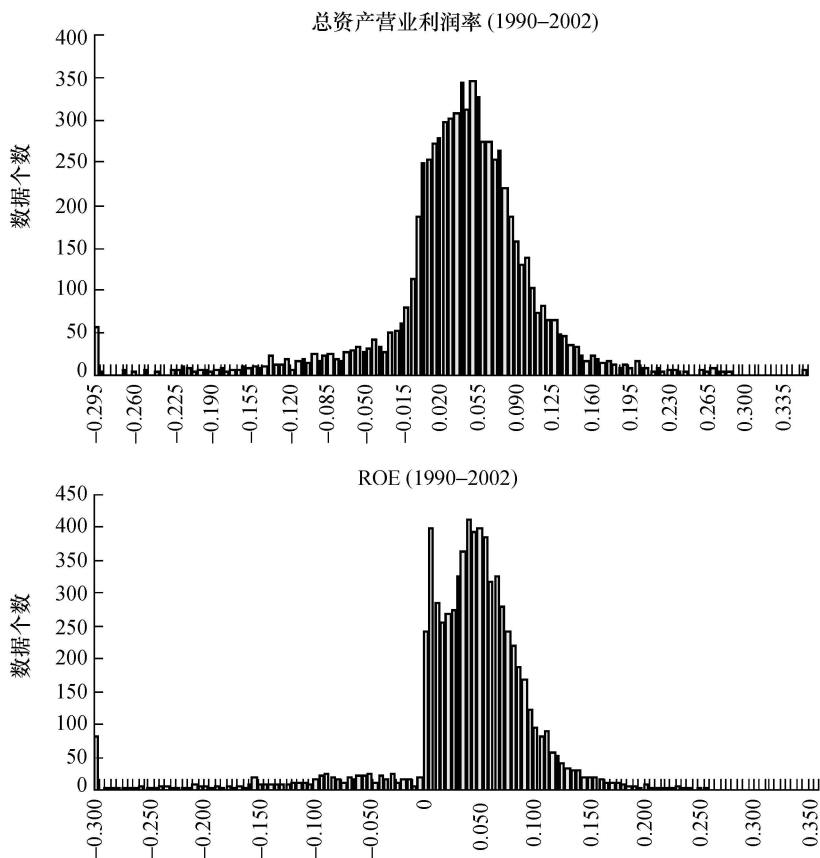
最后，负债比率对生产效率没有显著性作用，但对资本效益具有显著性负面效应。这意味着至少在 2002 年以前的我国，来自债权投资者尤其是银行的约束仍然谈不上是硬约束，企业与银行间的逆向选择和道德风险问题依然严重。

另外本文还发现，属于竞争性行业的企业生产效率不低于受保护行业的企业，但其资本效益劣于后者。我们知道，企业的行为及绩效在很大程度上依赖于实物市场的竞争与资本市场的盈利压力。在我国，来自实物市场的竞争已经十分激烈，它有利于促使企业降低成本，提高生产效率。但由于来自股票市场的盈利压力和来自银行的预算约束与监控依然薄弱，这会导致经营者不顾投资者利益而去攀投资、追成长，这种过度的成长偏好会造成资本效益的低下，也就是说带来高额的代理成本。

附表 1 回归分析所使用的变量间的相关系数(有效数据数:6945)

	总资产 周转率	总资产营业 利润率	ROE	派息率	长期投资 比率	负债比率
总资产营业利润率	0.260**	1				
ROE	0.161**	0.812**	1			
派息率	0.096**	0.196**	0.208**	1		
长期投资比率	-0.108**	-0.097**	-0.017	-0.005	1	
负债比率	0.064**	-0.325**	-0.347**	-0.131**	-0.034**	1
在建工程资产比率	-0.034**	0.079**	0.090**	0.057**	-0.035**	-0.027*

注：**表示显著性水平为 1%(两侧)；*表示显著性水平为 5%(两侧)。



附图1 总资产营业利润率与ROE(面板数据)的分布

注:这两个指标在各年度的分布与上述面板数据的分布基本一致。

参考文献

- [1] 陈小悦、徐晓东,“股权结构、企业绩效与投资者保护”,《经济研究》,2001年第11期,第3—11页。
- [2] Fama, E., “Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work”, *Journal of Finance*, 1970, 25(2), 383—417.
- [3] Fama, E. and K. French, “The Corporate Cost of Capital and the Return on Corporate Investment”, *Journal of Finance*, 1999, 54(6), 1939—1967.
- [4] Harris, M. and A. Raviv, “Capital Structure and the Information Role of Debt”, *Journal of Finance*, 1990, 45(2), 321—349.
- [5] Hart, O. and J. Moore, “Debt and Seniority: An Analysis of the Role of Hard Claims in Constraining Management”, *American Economic Review*, 1995, 85(3), 567—585.
- [6] Jensen, M., “The Agency Cost of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers”, *American Economic Review*, 1986, 76(2), 323—329.

- [7] Jensen, M. and W. Meckling, "Theory of the Firm; Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure", *Journal of Financial Economics*, 1976, 3(4), 305—360.
- [8] La Porta, R., F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer and R. Vishny, "Agency Problems and Dividend Policies around the World", *Journal of Finance*, 2000, 55(1), 1—33.
- [9] La Porta, R., F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer and R. Vishny, "Legal Determinants of External Finance", *Journal of Finance*, 1997, 52(3), 1131—1150.
- [10] Leland, H. and D. Pyle, "Information Asymmetries, Financial Structure, and Financial Intermediation", *Journal of Finance*, 1977, 32(2), 371—387.
- [11] 刘德强, "国有企业的经营者:是能力不足还是努力不足—关于钢铁工业的实证研究", 《经济学(季刊)》, 2002 年第 1 卷第 2 期, 第 419—434 页。
- [12] Marris, R., *The Economic Theory of Managerial Capitalism*. Glencoe, IL: Free Press, 1964.
- [13] Miller, M. and F. Modigliani, "Dividend Policy, Growth and the Valuations of Shares", *Journal of Business*, 1961, 34, 411—433.
- [14] Miller, M. and K. Rock, "Dividend Policy under Asymmetric Information", *Journal of Finance*, 1985, 40(4), 1031—1151.
- [15] Modigliani, F. and M. Miller, "The Cost of Capital, Corporate Finance, and the Theory of Investment", *American Economic Review*, 1958, 48(3), 261—297.
- [16] Myers, S. and N. Majluf, "Corporate Financing and Investment Decision when Firms have Information that Investors do not have", *Journal of Financial Economics*, 1984, 13(2), 187—221.
- [17] Stulz, R., "Managerial Discretion and Optimal Financial Policies", *Journal of Financial Economics*, 1990, 26(1), 3—27.
- [18] Sun, Q. and W. Tong, "China Share Issue Privatization: the Extent of its Success", *Journal of Financial Economics*, 2003, 70(2), 183—222.
- [19] 田利辉 a, "杠杆治理、预算软约束和中国上市公司绩效", 《经济学(季刊)》, 2004 年第 3 卷增刊, 第 15—26 页。
- [20] 田利辉 b, "国有产权、预算软约束和中国上市公司杠杆治理", 工作论文(中国经济学教育科研网, <http://www.cenet.org.cn/>), 2004 年。
- [21] Xu, X. and Y. Wang, "Ownership Structure and Corporate Governance in Chinese Stock Companies", *China Economic Review*, 1999, 10(1), 75—98.
- [22] 阎大颖, "中国上市公司控股股东价值取向对股利政策影响的实证研究", 工作论文(中国经济学教育科研网, <http://www.cenet.org.cn/>), 2004 年。
- [23] 杨智远、何荣天, "沪深两市 A 股公司经营业绩与运营效率背离的实证分析", 《经济科学》, 2004 年第 1 期, 第 102—110 页。
- [24] 翟林瑜, "信息、投资者行为与资本市场效率", 《经济研究》, 2004 年第 3 期, 第 47—54 页。
- [25] Zhang, A., Y. Zhang and R. Zhao, "Profitability and Productivity of Chinese Industrial Firms: Measurement and Ownership Implications", *China Economic Review*, 2002, 13(1), 65—88.
- [26] 张峥、孟晓静、刘力, "A 股上市公司的综合资本成本与投资回报—从内部报酬率的视角观察", 《经济研究》, 2004 年第 8 期, 第 74—84 页。

Corporate Financial Policies and Performance of Chinese Listed Firms

LINYU ZHAI

(Osaka City University)

Abstract After describing the behavior of Chinese listed firms with a model and then examining it empirically, we find that firm's financial policies have significant effects on its performance. Payout ratio has a significantly positive effect on both the productivity and profitability but long-term investment ratio has a significantly negative effect on the both, and the debt ratio has no significant effect on productivity but a negative effect on profitability. In addition, compared with protected industries, firms in competitive industries tend to have comparable productivity but lower profitability.

JEL Classification G30, L20, K00