

## 拓展再融资渠道解决宏观流动性过剩与微观流动性约束并存的困境

### ——基于上市公司投资决策的财务影响因素和资源配置效率的分析

王晋斌

#### 内容提要

在总体上，中国经济存在宏观流动性过剩和微观流动性约束并存的格局。这种并存的格局给有关流动性货币政策的制定带来了两难困境：紧缩性的货币政策可以降低宏观流动性，但会造成企业财务流动性的恶化，从而会导致经济紧缩，降低经济增长速度；不采取紧缩性的货币政策，宏观流动过剩态势的强化又会导致股市和其他领域的资金过多，造成资产价格泡沫。近1年来股票价格的过大波动是宏观流动性导致的资金追逐股票资产的结果，股价无法形成引导上市公司进行投资决策的预期。这种两难的困境要求降低宏观流动性的货币政策应该集中在防止过多的资金追逐资产从而导致资产价格出现泡沫上，而不应该把政策集中提高企业融资的财务成本上。

中国宏观经济流动性过剩与微观流动性不足表明中国金融层面的宏观流动性与实体经济的微观财务流动性之间存在脱离。由于这种金融与实体经济运行相脱离的状态——上市公司财务流动性的下降与宏观流动性的增加（M2的增长率），在一定的程度上是由于投融资制度安排造成的。因此，必须进行上市公司融资体制的改革，拓展上市公司再融资渠道，并依此理顺宏观流动性与微观流动性之间的关系。仔细研究上市公司再融资渠道与上市公司业绩之间的关系，寻求能提高上市公司投资业绩的、有效的再融资渠道将是降低宏观流动性并改善微观企业财务流动性的有效措施。从目前已有的研究和东亚国家的发展经验看，积极发展上市公司的债券市场，形成上市公司的债务约束，让市场纪律发挥公司治理的作用应该是一条可行而有效的措施。

## 一、 引言

目前，有关中国经济中的流动性的争议日趋激烈。一般的观点是，由于经常项目顺差等因素带来的货币增长导致了中国经济宏观流动性过剩。1997-2006年期间，在中央银行采取了冲销性干预措施的情况下，广义货币量 M2 的年度同比平均增长速度仍然达到 16.5%。因此，应该采取降低宏观流动性的货币政策。如果我们进一步看待微观层面——企业财务的流动性，我们发现对于上市公司来说，企业财务流动性却是逐步下降的。1997 年所有上市公司的财务流动比例为 1.968，速动比例为 1.553；而 2005 年底所有上市公司的财务流动比例和速动性比例分别为 1.462 和 1.145。对于非上市公司来说，1997-2006 年中国人民银行 5000 户工业企业财务流动比率的年度同比增长率基本没有变化<sup>1</sup>。因此，在总体上，可以认为中国经济存在宏观流动性过剩和微观流动性约束并存的格局。

宏观流动性过剩和微观流动性约束并存的格局给有关流动性货币政策的制定带来了两难困境：紧缩性的货币政策可以降低宏观流动性，但会造成企业财务流动性的恶化，从而会导致经济紧缩，降低经济增长速度；不采取紧缩性的货币政策，宏观流动过剩态势的强化又会导致股市和其他领域的资金过多，造成资产价格泡沫。这种两难的困境要求降低宏观流动性的货币政策主要应该集中在降低资产价格泡沫上，而不应该把政策的焦点集中在紧缩信贷或过多提高企业融资的财务成本上，以避免企业财务流动性恶化带来的经济紧缩。

当前，我国上市公司市值已占 GDP 相当大的部分，上市公司投资行为的变化将会对中国经济中的投资波动产生相当大的影响。理论和实践表明有多种因素会影响上市公司的投资行为，其中财务流动性是一个重要的决定因素。因此，如果上市的财务状况（尤其是流动性状况）是影响上市公司投资决策的重要因素，那么能够降低宏观流动性的货币政策，如信贷紧缩和利率上调会加剧企业财务流动性的约束，这种紧缩性货币政策就在降低宏观流动性的同时，也会恶化经济的基本面。如此同时，我们也要分析在上市公司流动性约束逐步强化的过程中，上市公司投资决策是否带来了企业主营业务和净利润的增长。如果投资决策不能带来净利润或主营业务的增长，那么股价的大幅上升就是宏观流动性过剩带来的过多的资金追逐股票资产带来的结果。另一方面，如果流动性约束对企业投资产生

---

<sup>1</sup> 数据来源：参见下面的表 1 和表 4。2006 年中期（截止 5 月 30 日）的数据显示上市公司的平均流动比例为 1.627（样本数不全，总共 749 家公司），与 2005 年相比有所上升。

的主营业务和净利润带来了负面的影响，那么改善上市公司的流动性就是当前在紧缩宏观流动性的背景下需要解决的重要问题：即在降低宏观流动性的同时要提高上市公司的微观财务流动性。因此，基于上市公司层面的财务数据的分析，一方面能够清楚地看出上市公司投资是否存在财务流动性约束，并为解决流动性过剩问题提出具有微观基础的针对性措施；另一方面通过对上市公司资源配置效率的讨论，也能够为改善上市公司投资效率提供有价值的、且能够解决宏观流动性过剩的政策建议。

## 二、上市公司财务流动性的基本判断

影响上市公司投资行为的因素主要有两类：第一类影响因素是企业对未来经济的预期状况，用 Tobin's Q 来表示；第二类因素是资产负债表因素。企业持有的现金和资产负债表中的财务结构状况直接决定了企业的流动性，决定了企业投资资金的约束状态。尤其是后一类因素，在近二十年来倍受理论和实践的重视，主要原因是这种分析方法涉及到货币政策传递中的企业资产负债表效应，也涉及到了企业经营状况及相应的融资约束问题。

从中国上市公司来看，1994 年以来上市公司财务流动性比例基本是逐年下降的。1994 年所有上市公司的财务流动比例为 1.979，而到了 2005 年则下降为 1.462。从速动比例来看，1994 年所有上市公司的速动性比例为 1.467，而到了 2005 年下降到 1.145。这两项指标表明了从总体上中国上市公司的财务流动性是下降的，但历年流动比例的均值达到 1.73，速动比率年度均值为 1.305，这表明上市公司总体上的财务流动性处于比较稳健的状态。

如果进一步对照上市公司固定资产净值与股东权益加上长期债务之和的数据，我们可以看出上市公司流动性与固定资产投资之间的资金关系。图 1 给出了 1994-2005 年上市公司固定资产投资的资金来源情况。从上市公司固定资产净值与股东权益合计的数据来看，1994 年的所有上市公司中有 28.89% 的上市公司的固定资产净值高于股东权益合计，2000 年这一比例为 20.29%，而 2005 年这一比例上升到 39.20%。从上市公司固定资产净值与股东权益合计+企业长期负债的数据来看，1994 年的所有上市公司中，固定资产净值超过股东权益净值+企业长期负债的上市公司的比例为 11.06%，2000 年这一比例的值为 11.54%，而到了 2005

年这一比例上升到 30.41%。而且从 1997 年开始，这两个比例指标基本是上升趋势，尤其是 2000 年以来，上升的趋势是非常明显的。这在总体上表明了上市公司固定资产投融资渠道发生了显著的变化：越来越多的上市公司使用了短期流动性资产来为固定资产投资融资，上市公司受到的外部融资约束越来越强。



图 1、上市公司固定资产投资的资金来源：1994-2005

注：T1 代表有固定资产和股东权益数据所有上市公司家数；F 表示固定资产净值大于股东权益合计的上市公司数量；T2 表示有当年固定资产、长期债务和股东权益合计财务数据的所有上市公司家数，FL 代表固定资产净值超过股东权益+长期负债的上市公司的数量。资料来源：作者依据 Wind 资讯提供的上市公司资产负债表的数据计算，剔除了没有数据相关数据的上市公司和金融类公司。

在股票市场发展初期，国有企业在通过改制上市获得股权资金，在降低企业负债率的同时，并没有形成真正意义上的资本约束。股票市场上出现了不少长期负债为零的上市公司，1996 年长期负债为零的上市公司家数为 147 家，97 年为 156 家，98 年为 137 家。同时，上市公司存在过低负债率的现象，1996-98 年上市公司约有 30% 的企业是低负债经营。这种情况也表明了股票市场发展早期上市公司的固定投资主要来源于内部资本市场和股权融资。在 2000 年之后，上市公司流动性指标是逐步下降的，与此相对应的是上市公司固定资产投资的资金来源越来越依赖于外部短期债务融资。尤其是 2004-05 年固定资产净值超过股东权益净值+企业长期负债的上市公司的比例为达到 30%，这表明有 30% 的上市公司使用了短期债务来为固定资产投资融资。因此，可以得出这样的基本判断：伴随着股票市场制度的逐步建设和发展，上市公司投资决策已经受到企业流动性的约束，任何影响上市公司流动性的政策措施将会对上市公司的投资决策产生影响。

表 1、上市公司固定资产投资的资金来源：1994-2005

	94	95	96	97	98	99	00	01	02	03	04	05
T1	689	691	817	907	1070	1114	1188	1261	1357	1372	1375	1370
F	199	227	211	180	239	269	241	310	382	413	468	537
T2	479	605	717	775	933	945	988	999	1081	1135	1143	1128
FL	53	70	64	70	113	135	114	141	194	227	271	343

注：T 代表所有上市公司家数；F 表示固定资产净值大于股东权益合计的上市公司数量；FL 代表固定资产净值超过股东权益+长期负债的上市公司家数。资料来源：作者依据 Wind 资讯提供的数据计算，剔除了没有数据相关数据的上市公司和金融类公司。

在近两年有 30% 的上市公司使用短期债务为固定资产投资融资的事实说明了在总体上上市公司不存在流动性过剩问题。如果进一步对照短期和长期贷款成本，就可以从外部融资成本上反推出这一结论。因为不同期限贷款利率差别显示，在上市公司不存在外部融资约束的条件下，更应该使用长期债务，而不是短期债务来为固定资产投资融资。1996-2005 年中长期贷款一至三年（含）法定贷款利率的年度均值为 8.16%，而中长期贷款一年以内（含）法定贷款利率的年度均值为 7.69%，前者利率仅高于后者利率 0.49%；而同期短期贷款六个月法定贷款利率年度均值为 6.732%，短期贷款一年法定贷款利率年度均值为 7.326%，后者利率仅高于前者利率 0.594%。因此，不同期限的贷款成本表明上市公司不会首先考虑使用短期债务来为固定资产投资融资，也就不会存在的财务流动性过剩问题。那么一种可能的解释是上市公司固定资产投资受到长期资金来源的约束（比如银行对企业长期借贷条件要求过于严格或由于短期借贷条件相对宽松），由于投资需求，导致使用短期资金来为固定资产投资融资，在这种情况下，上市公司总体上就存在财务流动性约束，而不是存在流动性过剩问题。

从历年上市公司固定资产年度净值的增长幅度来看，1995-2005 年上市公司年度固定资产净值的平均增长率为 16.88%（表 2），这一增长率显著高于同期 GDP 约 9% 的增长率。其中 2000-2005 年上市公司固定资产净值年均增长率达到 15.97%，而同期全社会 36 个行业十多万家公司固定资产净值年均增长率只有 10.56%，这一增长率接近于同期 GDP 的年均增长率<sup>2</sup>。可见，上市公司的固定资产净值的增长率约是全社会固定资产净值增长率的 1.5 倍，这说明上市公司在形

<sup>2</sup> 这里的全社会 10 多万家企业的固定资产净值增长率是作者依据 WIND 资讯提供的行业数据加总计算得到的。企业数量历年有所变化，这里大约取了历年的月度均值，是一个近似值。

成固定资产投资的能力上要显著高于全社会固定资产投资的形成能力。但从固定资产投资的增长率来看，1996-2005年上市公司固定资产投资的年均增长率达到26.88%<sup>3</sup>，这一增长率与全社会同期固定资产投资年均增长率非常接近。对比固定资产净值增长率和固定资产投资增长率数据，一个合理的推测是，相对于其他企业，上市公司的会计制度相对严格，固定资产折旧方法相对规范，由于没有考虑折旧问题，这里的加总数据可能低估了上市公司固定资产投资的增长率。这样一来，上市公司固定资产净值的高增长率应该是靠有效率的投资来形成的，这也反过来验证了上市公司使用了短期债务来为进行固定资产投资融资的事实。

表 2、上市公司固定资产净值年度增长率 (FR%)：1995-2005

	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
FR	20.88	19.57	18.40	17.71	13.15	13.38	18.60	14.48	14.95	18.37	15.96
T	691	818	898	1070	1114	1188	1261	1357	1372	1375	1371

注：增长率的计算方法是把所有的上市公司的年度固定资产值加总，用本年度值减去上年度值，然后除以上年度值，得出固定资产净值增长率 (FR)。T 是上市公司家数。资料来源：作者依据 Wind 资讯提供的数据计算，剔除了没有相关数据的上市公司和金融类公司。

为了进一步判断上市公司的流动性状态，需要进一步对比上市公司和非上市公司财务流动性的差异。由于制造业上市公司家数占据了整个上市公司数量的60%左右，而且上市公司中制造业的流动性与所有上市公司的流动性基本一致（表 1 和表 3）。因此，比较制造业上市公司和其他工业企业之间的流动性变化的差异就可以从整体上判断上市公司流动性的变化状况。表 3 的数据表明，1994-2005 年制造业上市公司的财务流动比率的年度均值为 1.708，年度平均同比增长率为 -6.20%。而同期 5000 户工业企业财务的流动性的年度同比增长率为 4.77%。可见，制造业上市公司的财务流动比率存在下降的趋势，而同期的 5000 户工业企业的财务流动比率一直处于上升的状态，尽管 2000 年以来的同比增长率在下降。如果从这一数据来看，相对于非上市公司，上市公司存在一定的流动性下降的趋势，不存在整体上的流动性显著过剩问题。

<sup>3</sup>由于数据可获得性的限制，我们无法找到具体的固定资产投资年度新增额。上市公司固定资产投资增长率的计算方法是使用所有上市公司加总的当期固定资产净值减去上期固定资产净值，然后除以上期净值。应该说，这种计算方法是粗略的，由于数据原因，没有考虑不同年份的折旧问题。但从时间序列来看，这种做法是可行的。

表 3、不同企业财务流动性比率的对照：1994-2005

	94	95	96	97	98	99	00	01	02	03	04	05
LR1	1.685 (320)	1.403 (434)	1.529 (494)	1.949 (594)	1.811 (627)	1.934 (682)	1.976 (724)	1.791 (798)	1.694 (798)	1.629 (799)	1.609 (799)	1.481 (795)
LR2	106.9	103.9	109.3	104.4	102.2	103.6	108.2	105.6	104.9	104.2	102.8	101.2

注：LR1 是上市公司制造业的流动比率，这里的制造业行业划分按照了中国证券监督管理委员会的标准。制造业包括电子、纺织服装皮毛、机械设备仪表、金属和非金属、木材家具、其他制造业、石油化学塑料（胶）、食品饮料、医药和生物制品以及造纸印刷行业。括号中的数据是上市公司制造业家数。资料来源：作者依据 Wind 资讯提供的数据计算，剔除了没有相关数据的上市公司。LR2 是 5000 户工业企业财务流动比率的变化率，数据是同比数据，以上一年=100 来计算。数据来源于《中国人民银行统计季报》1994-2006 年各期。

以上分析表明，在总体上中国上市公司不存在的流动性过剩问题，而是存在一定的流动性约束，而且这种财务流动性约束已经对上市公司固定资产投资形成了约束。如果投资的含义包括固定资产投资、长期投资和无形资产投资的话，那么将有更大比例（超过 30%）的上市公司使用了短期债务来为这类投资融资。在资本市场越来越强调资本运营和品牌构建的环境下，上市公司财务的流动性下降的趋势将对上市公司的投资决策产生越来越强的约束。

### 三、流动性与上市公司的投资决策分析

货币政策要能够起到调控上市公司的投资决策，必须满足两个条件：一是货币政策的利率调控和货币量调控能够影响企业财务的流动性；二是上市公司财务流动性是决定企业投资的重要因素。对于第一个条件，一定是成立的。因为信贷控制直接减少了可贷资金数量，在信贷利率没有市场化的条件下，这种控制是通过直接的信贷数量调控来实现的，在过去的许多年中，信贷控制一直是中央银行调控经济的重要的货币政策工具。如果利率上调，借贷成本的上升及还债的压力预期也会降低企业的信贷数量（这里没有考虑利率过高带来的逆向选择和道德困境问题）。在这种情况下，上市公司内部资本市场就成为企业投资决策的主要影响因素。因此，对于第二个条件的检验，即检验上市公司的财务流动性是否是决定上市公司投资决策的重要因素便是判断货币政策能否有效调控上市公司投资决策的关键，也是了解降低宏观流动性的货币政策是否会导致微观流动性约束的关键。

对于上市公司来说，是否进行投资主要取决于以下几个因素：首先是企业对未来盈利机会的预期。在股票市场上这种的预期会表现为股票价格的变化，这就是 Tobin'sQ 值。其次，企业投资资金可来源于外部资本市场，即来源流动性资产和长期债务。统计数据表明，1995-2005 年期间，约有 20%-40% 的上市公司使用了长期债务来为固定资产投资融资，约有 10%-30% 的上市公司使用了短期债务来为固定资产投资融资，而且随着时间的推移，使用短期债务和流动性资产来为固定资产和其他投资（长期投资、无形资产投资）融资的上市公司比例是逐步上升的。因此，财务流动性对上市公司投资决策的影响将会逐步体现出来，并且趋势会越来越显著。再次，上市公司投资的资金可来源于内部资本市场。由于上市公司主营业务销售收入和经营净现金流量状况决定了企业内部资金的来源，也因此决定了上市公司能在何种程度上利用内部资本市场来为投资融资。

综合上述，为了检验上述企业预期和财务状况对投资的影响，采用了下列回归检验分析。

$$\frac{I_t}{K_{t-1}} = \alpha + \beta_1 Q_{t-1} + \beta_2 \left( \frac{C_t}{K_{t-1}} \right) + \beta_3 \left( \frac{L_{t-1}}{K_{t-2}} \right) + \beta_4 \left( \frac{D_{t-1}}{K_{t-2}} \right) + \beta_5 \left( \frac{S_t}{K_{t-1}} \right) + \varepsilon_t$$

其中： $I$ ：投资； $K$ ：资本存量； $Q$ ：Tobin'Q； $C$ ：经营净现金流量； $L$ ：流动性资产； $D$ ：长期债务； $S$ ：主营销售收入。 $t$ 表示当期， $t-1$ 和 $t-2$ 分别表示滞后1期和两期。

表 4、上市公司投资决策的财务决定因素的回归结果：1995-2006

	$\beta_1$	$\beta_2$	$\beta_3$	$\beta_4$	$\beta_5$	$\bar{R}^2$	DW	P
1995(a) [320]			-0.002 (0.951)	0.011 (0.483)	0.330* (0.053)	0.012	2.043	0.000
1995(b) [157]			-0.412 (0.377)	-1.385 (0.733)	0.361 (0.362)	0.010	2.057	0.001
1996(a) [481]			0.007 (0.323)	-0.054 (0.138)	1.028*** (0.000)	0.591	1.772	0.000
1996(b) [262]			0.019 (0.698)	0.011 (0.807)	4.150*** (0.000)	0.882	1.886	0.000
1997(a) [486]			0.000 (0.898)	0.000 (0.827)	0.053*** (0.000)	0.105	1.854	0.001
1997(b) [281]			-0.006 (0.521)	0.002 (0.627)	0.161*** (0.000)	0.214	1.906	0.000
1998(a) [839]		0.043* (0.094)	0.024** (0.020)	0.013*** (0.008)	0.013 (0.122)	0.071	1.904	0.003
1998(b) [598]		0.120* (0.054)	-0.029 (0.123)	-0.018 (0.101)	0.110*** (0.000)	0.145	1.772	0.000
1999(a) [754]			-0.013*** (0.000)	0.526*** (0.000)	0.014** (0.025)	0.276	2.004	0.000
1999(b) [582]			0.040*** (0.000)	0.073 (0.353)	0.062*** (0.000)	0.184	1.922	0.000
2000(a) [731]		0.413*** (0.000)	0.054*** (0.000)	0.038 (0.364)	0.025*** (0.000)	0.160	2.155	0.000
2000(b) [598]		0.525*** (0.000)	-0.032*** (0.012)	0.092 (0.255)	0.097*** (0.000)	0.233	1.994	0.000
2001(a) [851]		0.069*** (0.001)	0.011*** (0.000)	-0.048*** (0.000)	0.042*** (0.000)	0.385	1.645	0.000
2001(b) [679]		0.284*** (0.000)	0.055*** (0.000)	0.043 (0.366)	0.010 (0.224)	0.088	1.902	0.005
2002(a) [881]			0.000 (0.201)		0.003*** (0.000)	0.011	1.997	0.000
2002(b) [711]			0.067*** (0.000)	0.216*** (0.000)	0.002 (0.616)	0.233	1.997	0.000
2003(a) [863]	0.001 (0.811)		0.002*** (0.000)	0.015*** (0.000)		0.118	1.980	0.000
2003(b) [730]	0.000 (0.846)	0.074*** (0.004)	0.002 (0.801)	0.103** (0.040)	0.023** (0.033)	0.016	2.024	0.001

2004(a) [958]	0.001 (0.952)	-0.005 (0.348)	-0.007** (0.022)	0.010 (0.217)	0.025*** (0.000)	0.035	1.983	0.005
2004(b) [829]	0.004 (0.477)	-0.082*** (0.000)	0.065*** (0.000)	-0.126*** (0.000)	-0.006 (0.366)	0.313	1.851	0.000
2005(a) [913]	-0.004 (0.712)	0.049*** (0.000)	0.069*** (0.000)	0.160*** (0.000)	0.010*** (0.003)	0.236	1.882	0.000
2005(b) [878]	-0.005 (0.350)	0.147*** (0.000)	-0.010** (0.037)	0.273*** (0.000)	0.026*** (0.000)	0.248	2.091	0.000
2006(a) [573]	0.031** (0.036)	0.061*** (0.000)	-0.001 (0.749)	0.058*** (0.000)	0.030*** (0.000)	0.448	1.9840	0.000
2006(b) [488]	0.000 (0.997)	0.375*** (0.000)	0.074*** (0.000)	-0.306*** (0.000)		0.170	1.947	0.000

注：1、如果投资 ( $I$ ) 是固定资产投资，那么对应的资本存量 ( $K$ ) 是固定资产存量，表中回归结果用年份 (a) 表示；如果投资 ( $I$ ) 是固定资产投资+长期投资+无形资产投资，那么对应的资本存量 ( $K$ ) 是固定资产存量+长期投资存量+无形资产存量，表中回归结果用年份 (b) 表示。所以对任何年份来说，有两个回归结果。2、由于数据的可获得性，1995-1997年解释投资的变量只有流动性资产、长期债务和主营业务收入；1998年上市公司被管理部门要求编制现金流量表，因此，1998-2002年解释变量包括经营净现金流量、流动性资产、长期债务和主营业务收入；3、2002-2006年Wind资讯提供了上市公司股权结构数据，因此，解释变量包括了Tobin'sQ (用  $Q$  表示)，这里用公司市值/账面价值表示Tobin'sQ。公司市值的计算方法为：市值=流通股份数×年底股票价格+每股净资产×非流通股份数。对于非流通股的价值按照每股账面净资产价值来计算是一个合理的方法，因为如果按照市场价值来计算非流通股的价值是合理的，也就不会存在2001年国有股减持政策的终结。账面价值的计算方法为：账面价值 = 公司年底净资产，本文把少数股东权益视为投资者权益 (因为在少数股东权益是视为负债还是权益上，理论界和业界都存在争论)。4、由于采用不同行业的年度截面数据，表格最后一列提供了异方差的检验值P (White Heteroskedasticity Test)。其中1995 (a) 和1995(b)的计量采用了加权的OLS方法，以克服异方差问题。其余所有计量方程均进行了异方差的检验，没有发现存在显著的异方差问题。5、除了2003(a)以外，1998-2006年的数据，我们计算了所有解释变量的相关系数矩阵，不存在变量之间的显著共线性问题 (限于篇幅没有报告相关系数矩阵的结果)，同时，所有解释变量VIF值的区间为0.2-6之间，这也表明解释变量之间不存在的显著共线性问题。2003(a)的回归中剔除了导致多重共线性的两个解释变量。2006(b)中由于销售收入和现金流量之间存在共线性，剔除了销售收入变量。6、2006年只有部分上市公司公布了财务报表，所以较2005年，样本数量大幅减少。7、回归系数值下方括号中的值是p检验值。\*、\*\*和\*\*\*分别代表10%、5%和1%的显著水平。8、年份下面括号[]中的数据是有相关财务数据的样本数，剔除了金融类上市公司样本。9、没有报告截矩项的回归结果。

表4给出的1995-2006年年度截面数据的计量检验结果表明：

1、尽管在某些年份经营净现金流量和主营业务销售收入对上市公司投资决策的影响没有通过显著性检验，但总体上上市公司的经营净现金流量和主营业务销售收入是解释上市公司投资决策的重要财务变量。因此，上市公司经营资金来源状况——企业内部资本市场状况是上市公司在进行固定资产投资和固定资产+长期投资+无形资产投资时考虑的重要因素。这也就是说，上市公司如果有良好的内部资本市场将促进上市进行投资，反之会阻碍上市公司进行投资。

2、1995-97 年期间，上市公司流动性资产无法解释上市公司的投资行为，这与股票市场早期大量上市公司低负债经营的事实一致。在 1998-2006 年期间，流动性资产对上市公司固定资产投资有一定解释能力，1998(a)、2000(a)、2001(a)、2003(a)和 2005(a)的回归系数为正值，但较小的回归系数表明流动性资产对上市公司的固定资产投资的敏感性程度较低。仅在 1999(a)、2004(a)出现了负值回归系数。总体上，流动性对上市公司的固定资产投资行为有一定的解释能力。如果投资包含固定资产、长期投资和无形资产投资，那么在 2001 年之后，流动性对固定资产+长期投资+无形资产投资有明显的解释能力（除 2005(b)外）。对比流动性对这两种投资的分析结果，可以认为在 2001 年以来，上市公司使用流动性资产所进行投资偏向于资本运营，侧重于长期投资和无形资产投资。总体上，从 2000 年以后的检验结果来看，可以认为上市财务流动性是解释上市公司投资决策的重要因素。对比 2000 年之前的情况，上市公司财务流动性约束开始发挥作用。

3、对于长期负债的约束作用，计量结果表明：在 2002 年之前，长期负债基本不能够解释上市公司的投资行为。但在 2003-06 年期间，长期负债能够解释上市公司的投资行为，长期负债能够促进上市公司的固定资产投资。在 2004(b)和 2006(b)两个回归系数出现了负值，表明长期债务能够约束上市公司从事长期投资和无形资产投资，约束上市公司的资本运营，但由于 2002(b)、2003(b)和 2005(b)的回归系数为正值，所以总体上难以判断长期债务是否约束了企业的这类投资决策。总体上长期债务是解释上市公司固定资产投资重要因素。结合上市公司使用流动性资产来为固定资产投资融资的事实，可以推断上市公司投资行为存在一定的外部资本市场约束。影响长期负债环境的货币政策或上市公司的融资政策会对上市公司的投资决策产生影响。

4、2003-06 年的计量结果表明，除了在 2006(a)中出现了通过显著性检验的回归值外，Tobin'sQ 值不是解释上市公司投资决策的因素，这表明股票价格对上市公司投资决策没有影响。换言之，股价不是引导上市公司进行投资决策的市场指标，股票市场的价格不能帮助上市公司形成投资决策的预期。因此，股价更可能是一种纯粹的市场投资者交易的结果。

从上述检验结果，在总体上可以认为 2000 年以来，上市公司的投资决策存

在流动性约束，也存在长期债务约束，但股票价格不是影响上市公司投资决策的因素，也因此无法帮助上市公司形成投资决策的预期。

#### 四、上市公司投资决策与资源配置效率的分析

目前，上市公司质量问题已成为当前中国股市改革最关注的问题。如果上市公司的投资固定资产和其他投资行为能够带来公司主营业务收入和净利润的增长，那么在投资决策受到流动性和债务约束的条件下，就需要改善上市公司流动性和债务融资环境的货币政策和股票市场融资政策，进一步发挥上市公司的资源配置效率的能力。

为了检验上市公司投资与资源配置效率之间的关系，本文采用投资与主营业务收入、公司净利润之间的弹性关系来说明上市公司投资的资源配置效率。如果上市公司投资与主营业务收入、公司净利润之间存在正的弹性关系，那么表明上市公司的投资行为带来企业主营业务收入和净利润的增长，投资能够带来上市公司质量的提高。反之，上市公司的投资决策就导致了低效率的资源配置。弹性计算方程如下：

$$\ln \frac{I_t}{I_{t-1}} \text{ or } \ln \frac{I_{t-1}}{I_{t-2}} = a + \phi_i \ln \frac{VA_t}{VA_{t-1}} + \varepsilon$$

表 5 (a) (b) 提供的弹性系数结果显示：在当期和滞后 1 期的上市公司固定资产投资、上市公司固定资产投资+长期投资+无形资产投资与净利润之间的弹性计算方程中绝大多数弹性参数没有通过显著性检验，这在总体上表明上市公司的固定资产投资与上市公司净利润之间不存在显著相关性。上市公司的投资决策并没有带来公司净利润的增长。

表 5 (a)、上市公司固定资产投资、上市公司固定资产投资+长期投资+无形资产投资与净利润之间的弹性计算结果：1995-2005

	1995(a) [361]	1996(a) [536]	1997(a) [522]	1998(a) [743]	1999(a) [731]	2000(a) [740]	2001(a) [775]	2002(a) [873]	2003(a) [985]	2004(a) [1056]	2005(a) [1186]	2006(a) [662]
$\phi_1$	0.115 (0.075)	0.050 (0.062)	0.005 (0.030)	0.108*** (0.020)	0.018 (0.018)	0.030 (0.020)	0.000 (0.012)	0.000 (0.007)	-0.035 (0.018)	0.004 (0.013)	-0.007 (0.015)	-0.050 (0.024)
$P$	0.125	0.413	0.861	0.000	0.318	0.135	0.973	0.999	0.053	0.791	0.658	0.136
$\bar{R}^2$	0.007	0.001	0.000	0.037	0.001	0.003	0.000	0.000	0.004	0.000	0.000	0.005
	1995(b) [204]	1996(b) [307]	1997(b) [387]	1998(b) [561]	1999(b) [583]	2000(b) [627]	2001(b) [639]	2002(b) [732]	2003(b) [834]	2004(b) [902]	2005(b) [990]	2006(b) [560]
$\phi_2$	0.238*** (0.074)	0.053 (0.064)	0.022 (0.024)	0.085*** (0.018)	0.050*** (0.015)	0.049*** (0.015)	-0.003 (0.008)	0.004 (0.006)	0.007 (0.012)	-0.002 (0.012)	-0.006 (0.557)	0.009 (0.015)
$P$	0.002	0.410	0.360	0.000	0.001	0.001	0.713	0.490	0.554	0.896	0.557	0.545
$\bar{R}^2$	0.043	0.002	0.002	0.040	0.018	0.015	0.000	0.001	0.000	0.000	0.000	0.000

注：1、固定资产投资与净利润的弹性表中计算结果用年份 (a) 表示；固定资产投资+长期投资+无形资产投资与净利润弹性计算结果用年份 (b) 表示。2、弹性系数下面的括号 ( ) 中的数据是标准差。3、年份下面的括号 [ ] 中的数据是有效的上市公司样本数。4、剔除了银行、保险等金融类上市公司样本。5、为了处理截面数据可能存在的异方差问题，首先使用 OLS 进行回归，检验残差是否存在异方差，如果存在异方差，然后使用 White 的 HAC 方法来处理异方差问题。6、\*\*\* \*\*和\*分别表示 1%、5%和 10%的显著水平。以下表同。

表 5 (b)、上市公司固定资产投资、上市公司固定资产投资+长期投资+无形资产投资与净利润之间的弹性计算结果：1995-2006 (投资滞后 1 期)

	1995(a) [364]	1996(a) [539]	1997(a) [528]	1998(a) [769]	1999(a) [766]	2000(a) [631]	2001(a) [853]	2002(a) [881]	2003(a) [991]	2004(a) [1063]	2005(a) [1186]	2006(a) [667]
$\phi_1$	0.017 (0.026)	0.092 (0.067)	0.034 (0.068)	0.011 (0.024)	0.003 (0.019)	-0.003 (0.014)	-0.019 (0.012)	0.003 (0.010)	-0.007 (0.014)	0.002 (0.016)	0.009 (0.013)	-0.052** (0.024)
$P$	0.497	0.167	0.615	0.000	0.869	0.817	0.110	0.784	0.643	0.911	0.495	0.031
$\bar{R}^2$	0.001	0.002	0.000	0.000	0.000	0.000	0.002	0.000	0.000	0.000	0.019	0.005
	1995(b) [220]	1996(b) [263]	1997(b) [300]	1998(b) [561]	1999(b) [578]	2000(b) [631]	2001(b) [688]	2002(b) [701]	2003(b) [808]	2004(b) [870]	2005(b) [961]	2006(b) [539]
$\phi_2$	0.018 (0.019)	-0.034 (0.063)	0.065 (0.067)	0.022 (0.020)	0.015 (0.017)	-0.003 (0.014)	-0.023** (0.009)	0.004 (0.008)	-0.010 (0.013)	-0.011 (0.012)	0.014 (0.011)	-0.06*** (0.017)
$P$	0.365	0.588	0.330	0.283	0.386	0.817	0.012	0.636	0.426	0.338	0.206	0.001
$\bar{R}^2$	0.004	0.001	0.003	0.002	0.001	0.000	0.008	0.000	0.000	0.000	0.001	0.020

表 6 (a)、上市公司固定资产投资、上市公司固定资产投资+长期投资+无形资产投资与主营业务业务收入之间弹性计算结果：1995-2005

	1995(a) [374]	1996(a) [562]	1997(a) [568]	1998(a) [837]	1999(a) [849]	2000(a) [851]	2001(a) [1012]	2002(a) [1106]	2003(a) [1173]	2004(a) [1266]	2005(a) [1418]	2006(a) [747]
$\phi_1$	-0.282** (0.123)	0.170 (0.117)	0.283*** (0.057)	0.181 (0.033)	0.232*** (0.024)	0.293*** (0.030)	0.184*** (.032)	0.152*** (0.022)	0.126*** (0.027)	0.073*** (0.021)	0.112*** (0.019)	0.170*** (0.030)
$P$	0.022	0.146	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.001	0.000	0.000
$\bar{R}^2$	0.014	0.004	0.041	0.034	0.097	0.103	0.031	0.042	0.018	0.009	0.025	0.042
	1995(b) [216]	1996(b) [328]	1997(b) [430]	1998(b) [646]	1999(b) [691]	2000(b) [729]	2001(b) [845]	2002(b) [932]	2003(b) [1004]	2004(b) [1089]	2005(b) [1196]	2006(b) [631]
$\phi_2$	0.205 (0.160)	0.252* (0.149)	0.214*** (0.050)	0.192*** (0.029)	0.136*** (0.021)	0.134*** (0.021)	0.068*** (0.026)	0.125*** (0.021)	0.098*** (0.019)	0.033 (0.019)	0.155*** (0.016)	0.067*** (0.039)
$P$	0.201	0.092	0.000	0.000	0.000	0.000	0.009	0.000	0.000	0.086	0.000	0.006
$\bar{R}^2$	0.008	0.006	0.041	0.065	0.059	0.051	0.007	0.037	0.025	0.003	0.073	0.012

表 6 (b)、上市公司固定资产投资、上市公司固定资产投资+长期投资+无形资产投资与主营业务业务收入之间弹性计算结果：1995-2006（投资滞后 1 期）

	1995(a) [377]	1996(a) [559]	1997(a) [568]	1998(a) [843]	1999(a) [857]	2000(a) [857]	2001(a) [1020]	2002(a) [1115]	2003(a) [1182]	2004(a) [1276]	2005(a) [1418]	2006(a) [752]
$\phi_1$	0.092** (0.043)	0.567*** (0.127)	-0.015 (0.135)	0.210*** (0.039)	0.084*** (0.028)	0.025 (0.024)	0.062** (0.031)	0.095*** (0.029)	0.059** (0.024)	0.104*** (0.025)	0.089*** (0.017)	-0.10*** (0.031)
$P$	0.031	0.000	0.912	0.000	0.003	0.308	0.046	0.001	0.014	0.000	0.000	0.001
$\bar{R}^2$	0.010	0.033	0.000	0.031	0.010	0.000	0.003	0.009	0.004	0.013	0.019	0.013
	1995(b) [232]	1996(b) [278]	1997(b) [331]	1998(b) [603]	1999(b) [660]	2000(b) [699]	2001(b) [838]	2002(b) [903]	2003(b) [979]	2004(b) [1058]	2005(b) [1164]	2006(b) [614]
$\phi_2$	0.036 (0.048)	0.036 (0.048)	-0.122 (0.137)	0.147*** (0.034)	0.053** (0.024)	0.058*** (0.021)	0.039*** (0.023)	0.097*** (0.027)	0.034*** (0.021)	0.047** (0.019)	0.088*** (0.017)	-0.10*** (0.020)
$P$	0.451	0.451	0.373	0.000	0.028	0.005	0.092	0.000	0.097	0.014	0.000	0.006
$\bar{R}^2$	0.000	0.000	0.000	0.028	0.006	0.010	0.002	0.014	0.002	0.005	0.021	0.035

如果观察表 6 (a) 和 6 (b) 中的数据, 我们发现表 6 (a) 和表 6 (b) 中的当期和滞后 1 期的固定资产投资与主营业务之间的弹性系数和固定资产投资+长期投资+无形资产投资与主营业务之间的弹性系数在绝大多数年份中是正值, 而且弹性系数通过显著性检验。这说明上市公司固定投资行为对公司的主营业务收入或成长性有明显的促进作用。

对比表 5 和表 6 中的弹性系数, 对于在上市公司投资能够带来主营业务增长, 却不能够带来利润的增长的结果, 合理的推断是: 上市公司要么是由于主营业务不够突出, 要么是成本和管理费用太高, 只有这样才会导致投资能够带来主营业务销售收入的增加, 却不能带来净利润的增长。如果这一推断成立, 那么在上市公司投资受到流动性和债务约束的前提下, 控制宏观流动性的政策应该避免导致上市公司融资环境恶化, 进而导致上市公司财务流动性的下降, 降低上市公司的固定资产投资和其他投资, 阻碍上市公司的成长性。事实上, 上市公司主营业务不够突出是上市公司长期以来存在的问题, 因此, 更应该提高上市公司财务流动性, 并改善上市公司债务融资环境, 通过提高上市公司的投资来突出主营业务收入在总收入中的比例, 并结合上市公司的成本管理来提高投资对净利润的敏感性, 提升上市公司的经营质量。

## 五、对解决宏观流动性过剩和微观流动性约束的政策思考

在上市公司的微观层面来看, 通过 1995-2006 年中国上市公司财务数据的分析, 可以认为上市公司不存在显著的流动性过剩问题, 而是存在流动性约束。首先, 由于上市公司的经营净现金流量和主营业务销售收入是解释上市公司投资行为的重要财务变量, 因此, 上市公司的固定资产、长期投资和无形资产投资决策受到公司内部资本市场的约束。其次, 越来越多的上市公司使用短期债务来为固定资产投资融资, 并且由于短期债务筹资成本与长期债务成本差别不大, 说明上市公司面临的长期筹资外部环境一直没有得到改善。事实上, 由于银行对企业中长期贷款的条件和手续要求严格, 再加上企业债券市场的严格控制, 导致上市公司一方面使用短期债务来为固定资产等投资融资, 另一方面直接造成了上市公司的流动负债比例的增加, 导致财务流动性比例的下降。这样的融资体制是在中国经济宏观流动性过剩的条件下, 导致上市公司微观财务流动性不足的重要原因。

再次，在 2002 年之后，由于长期负债也是上市公司的投资决策的解释因素之一。因此，长期债务市场紧缩，如信贷控制，将对上市公司的固定资产投资和其他投资产生负面影响。任何降低宏观流动性的货币政策如果带来了上市公司流动性的下降或长期债务筹资环境的恶化都将降低上市公司的投资，并由此带来上市公司主营业务收入的下降，恶化上市公司的资产负债表。

与此同时，由于 Tobin'sQ 值不是解释上市公司投资行为的因素，这表明股票价格没有形成对企业投资的影响。换言之，股价不是引导企业投资的市场指标，股票市场的价格脱离了企业的投资决策，更可能是一种纯粹的市场投资者交易的结果。从市盈率的过度变化，我们可以推测最近一年多以来股价应是宏观流动性过剩带来的过多的资金追逐股票资产的结果，因为投资者不可能对所有公司未来股利发放、成长性和公司风险等级产生如此大波动的预期。2005 年 12 月到 2007 年 2 月，上交所的 A 股股票每月市盈率的波动区间是 16.38~39.62，月波动的标准差为 7.58。而同期深交所的 A 股股票每月市盈率的波动区间是 16.96~43.46，月波动的标准差为 7.74。从最近的储蓄变化数据来看，也说明存在这种宏观流动性过剩导致资金流向股市的迹象：与 2005 年底数据相比，2006 年底定期存款和储蓄存款的增长率分别下降了 13 个百分点和 2 个百分点。对比过去的存款增长率，可以看出最近一年多有更多的存款资金进入股市，导致了股票价格的上升和大幅度波动。

中国宏观经济流动性过剩与微观流动性不足表明中国金融层面的宏观流动性与实体经济的微观财务流动性之间存在脱离。这种金融与实体经济运行相脱离的状态——上市公司财务流动性的下降与宏观流动性的增加（M2 的增长率），在一定的程度上是由于投融资制度安排造成的。对于非上市公司来说，公司上市要经过审批或核准，股市扩容一直受到严格管制。对于上市公司来说，再融资渠道一直受到严格管制。这种情况下，储蓄资金无法顺畅流入实体经济，造成了金融运行与实体经济运行相脱离的状态。

宏观流动性导致的资金追逐股票和其他资产会导致股票价格和其他资产价格的过大波动：当股票市场和其他资产预期收益率高时，大量资金追逐这些资产；当公司未来预期业绩无法支持这些资产的过高价格时，大量资金流出股票市场和其他资产市场，这又导致资产价格急剧下跌。过高的宏观流动性又迫使投资者寻

求可替代的投资领域，资金所到之处就会不断形成这种恶性循环，而微观层面的企业财务流动性却得不到改善。

因此，要理顺宏观流动性与微观流动性和企业融资渠道之间的关系，必须进行上市公司融资体制的改革，拓展上市公司再融资渠道。仔细研究上市公司再融资渠道与上市公司业绩之间的关系，寻求能提高上市公司投资业绩的、有效的再融资渠道将是降低宏观流动性并改善微观企业财务流动性的有效措施。从目前已有的研究和东亚国家的发展经验看，积极发展上市公司的债券市场，形成上市公司的债务约束，让市场纪律发挥公司治理的作用应该是一条可行而有效的措施。