

# 自由现金流对公司价值的解释能力

——基于A股市场经验数据的实证分析

杨成炎(副教授), 解坤

(长沙理工大学经济与管理学院, 长沙 410114)

**【摘要】** 本文以我国2009~2013年沪深两市A股上市公司作为研究样本,运用逐步回归方法探究自由现金流、现金股利、剩余收益和传统会计指标对公司价值的解释能力,并试图验证自由现金流与公司价值的相关性。实证结果表明:第一,自由现金流、现金股利、剩余收益等指标对公司价值均有一定的解释力,且剩余收益的解释能力最强,自由现金流和现金股利的解释能力相当,处于较低水平;第二,自由现金流与公司价值具有明显的相关性,当公司发放现金股利时,代理成本问题得到缓解,自由现金流与公司价值显著正相关;第三,传统会计指标对公司价值具有较高的解释能力,新兴估值模型中的现金流尚无法取代传统会计指标。

**【关键词】** 自由现金流; 公司价值; 现金股利; 剩余收益; 解释能力

美国安然和世通等老牌绩优公司的虚假财务报告曝光后,投资者开始重新审视以盈利能力为核心财务报告的信息效用。为了治理证券市场,美国证监会将自由现金流作为上市公司强制披露的指标。自由现金流具有客观性和公允性,是连接财务目标与管理过程的桥梁与纽带。然而,自由现金流在西方国家多年的实践运用,并不代表其在我国资本市场具有普适性。自由现金流在我国能否客观地衡量公司价值,能否有效地指导投资者决策,关键在于自由现金流能否恰当地解释我国上市公司的价值变化,是否与公司价值具有相关性。

## 一、研究假设

**1. 自由现金流与公司价值的相关性。**Jensen(1986)提出的自由现金流假说,将自由现金流定义为满足净现值为正的所有投资项目的资金需求后所剩余的现金流。自由现金流假说论述了在公司存在充足自由现金流时,股东与管理层之间的代理成本问题及解决对策。公司保留自由现金流,提高现金储备量,在某种意义上是对资本市场波动而做出的调整。但是,两权分离带来的契约不完整、信息不对称等问题,使得管理层在自由现金流充足的情况下会进行低效投资或背离公司经营目标的资源浪费(背德行为)。股东必须通过一系列规制或手段促使管理层“吐出”剩余现金,维护股东权益,提升公司价值。在俞红海(2010)、刘银国和张琛(2012)、刘焯和张金清(2014)等学者的实证检验中,自由现金流过多会导致代理成本问题的产生,更有学者验证了自由现金流对公司价值的损毁情况。然而,自由现金流本身并非产生代理成本的原因,造成过度投资、损毁公司价值的根源是股东与管理层

之间委托代理关系的失衡。公司可以通过发放现金股利、完善治理结构和加强投资监管来降低自由现金流的代理成本和过度投资问题。当股东的资本投资得到了应有的回报,便增加了投资积极性和对管理层的监督力度,从而减少过度低效的投资,提高投资效率,增加自由现金流,提升公司价值。据此本文提出如下研究假设:

**假设1:**在公司发放现金股利的前提下,自由现金流与公司价值正相关。

**2. 自由现金流对公司价值的解释作用。**在不影响公司未来日常生产经营的前提下,满足公司未来再投资的资金需求后,可供公司自由支配的剩余现金流就是自由现金流,它能够综合体现公司价值:第一,自由现金流客观地反映了公司股东在不出售公司股票前提下可获得的最大红利空间,也是股东价值增量客观体现,公司拥有自由现金流越多,股东价值增值越多,公司价值越大。第二,自由现金流公允地反映了公司未来的发展需求,营运资本追加支出和资本性支出已在自由现金流中扣除,管理者可以通过自由现金流的大小提前做好营运计划和现金预算,使得公司的投资和管理具备了前瞻性。投资者所关注的公司价值,其实是一种投资价值,即投资的效率和回报率。自由现金流的大小能够综合体现公司的资本扩张力度、盈利能力和成长性,这恰好符合投资者阅读公司价值的目的。据此本文提出如下研究假设:

**假设2:**自由现金流对公司价值具有解释能力。

**3. 现金股利、剩余收益对公司价值的解释作用。**为了搞清楚自由现金流对公司价值解释能力的强弱,需将现金流折现法中现金股利和剩余收益两种现金流与自由现

金流做比较研究(Bernard, 1995)。

现金股利是公司为了回报股东的资本投入和承担的经营风险,将公司生产经营的留存现金以货币的形式支付给股东,我国上市公司发放现金股利的主要形式有直接派现和股票回购。现金股利可以通过股利折现模型来估算公司的股权价值。在股东财富最大化经营目标下,将预期现金股利进行折现即得到股权的内在价值,现金股利越多,股东获得的回报越多,股权价值越大。

剩余收益是公司期末净利润扣除股东必要投入资本回报后的余额,其概念源于剩余收益模型(Ohlson, 1995)。公司只有赚取了超过股东必要报酬的净利润,才获得了正的剩余收益,剩余收益越高,公司创造价值的的能力越强,公司价值越大。据此本文提出如下研究假设:

假设3:现金股利和剩余收益与公司价值正相关,且对公司价值均有解释能力。

Bernard (1995)、Penman 和 Sougiannis (1998) 和 Francis et al (2000) 比较了剩余收益模型、股利折现模型和自由现金流折现模型对股价的解释能力,均得出了剩余收益模型解释能力较强的结论。而 Shrieves 和 Wachowicz (2001) 在价值相关性的对比研究中证实了自由现金流在公司价值评估中的不可替代性。张景奇等 (2006) 通过比较股利贴现模型、自由现金流折现模型和剩余收益模型对股票价格的解释力,认为三种模型对我国股票价格几乎没有解释力,剩余收益模型对股票内在价值具有较强的解释力。据此本文提出如下研究假设:

假设4:剩余收益的解释能力高于自由现金流和现金股利的解释力。

## 二、样本选取、处理及数据来源

本文选取2009~2013年沪深两市A股上市公司作为研究对象,并剔除了以下公司:①剔除银行、证券等金融类公司;②剔除数据不全的公司;③剔除被ST和PT的上市公司;④剔除在2009年新上市的公司;⑤剔除当年未发放现金股利的上市公司。并将未发放现金股利A股上市公司1320个有效观测值及样本总体7140个有效观测值作为对照组进行比较研究。同时,本文采用严格的面板数据避免了截面数据的异方差现象,最终得到495家上市公司,五年共计2475个有效观测。为了降低样本极端值对回归结果的影响,对样本进行了缩尾处理。本文的研究数据全部来自于WIND和CSMAR数据库。

## 三、变量选取与说明

1. 被解释变量。托宾Q值可以作为描述公司价值的重要指标,指导公司资源进行合理配置(伍伟,2008)。该指标等于资本的市场价值和重置资本价值之比,可以同时观测到实体经济和虚拟经济之间的联系变化,有效地将资本市场和实体经济联系在一起(曲亮,2010)。林钟高(2007)、池国华等(2013)、张淑英(2014)等在研究公司

治理机制、资本成本、社会责任等因素的价值相关性时,将托宾Q值作为公司价值的代理指标。由于我国上市公司股权分置改革尚存在遗留的股改问题,使得在计算托宾Q值时无法套用其定义公式,因而本文参照丁守海(2006)、陈彦静(2006)等学者的做法,将上市公司尚未解禁的非流通股的股价用每股净资产来衡量。

2. 解释变量。在以往的研究中,自由现金流常常被用于论证代理成本、负债控制效应和过度投资行为,相比剩余收益和现金股利,研究自由现金流的价值相关性或解释能力的文章凤毛麟角。陈信元等(2002)将剩余收益和每股收益作为解释变量,研究了会计信息、剩余收益和公司价值的相关性,结果表明,剩余收益、每股收益与公司价值存在显著的正向相关性。王喜刚(2003)将Eps、Aroe作为传统会计信息的替代变量,比较了EVA与传统会计指标对公司价值的解释能力。张景奇等(2006)研究了股利折现模型、自由现金流折现模型和剩余收益模型对股价的解释能力。杨汉明(2008)将现金股利作为内生变量研究现金股利与公司价值的关系。

3. 控制变量和虚拟变量。具体定义如表1所示。

表1 研究变量的符号与计算方法

类型	名称	符号	计算方法
被解释变量	托宾Q值	Tobinq	(流通股数×年末收盘价+非流通股数×每股净资产)/总资产账面价值
	公司自由现金流	Fcf	(息税前利润+非付现成本-营运资本追加支出-资本性支出)/总股本
解释变量	每股收益	Eps	净利润/总股本
	净资产收益率	Aroe	公司期末净利润/平均净资产
	现金股利	Dps	公司本年发放现金股利/总股本
	剩余收益	Ri	[本期净利润-期初净资产×(β-1)]/总股本
控制变量	公司规模	Lna	总资产的自然对数
	流通股比例	Nshare	公司的流通股比例
	股权集中度	Hold1	第一大股东持股总数/总股本
	机构持股比例	Holdins	机构投资者持股数/总股本
	资产负债率	Lev	总负债/总资产
	流动比率	Cr	流动资产/流动负债
虚拟变量	公司年龄	Age	公司已上市年份的自然对数
	年度	Year	年度控制变量,当年为1,其他年度为0
	行业	Industry	行业控制变量,本行业为1,其他行业为0

注:①剩余收益的计算采用陈信元(2002)在研究剩余收益的价值相关性中使用的计算方法,公式中的β根据前60周的市场周收益率与个股收益率计算。②年度虚拟变量设置了4个变量(X1-X4),代表2009~2013年5年的年度区分变量,而行业类型的划分则根据中国证监会2001年发布的《上市公司行业分类指引》中规定的门类行业代码标准予以确定,共得到16个行业分类,设置了15个变量(Y1-Y15),用以控制行业影响。

四、实证结果分析

1. 描述性统计。本文运用SAS软件对研究样本进行MEANS处理,得到各变量描述性统计结果如表2所示:

表2 描述性统计

Variable	N	Mean	Std Dev	Minimum	Maximum
Tobinq	2 475	1.461 0	1.312 4	0.159 6	7.155 0
Fcf	2 475	0.004 6	1.075 0	- 4.342 2	2.727 8
Dps	2 475	0.158 9	0.157 4	0.010 0	0.900 0
Ri	2 475	0.897 6	1.904 5	- 4.300 0	7.404 6
Lna	2 475	13.359 0	1.350 6	10.032 2	19.271 7
Age	2 475	2.305 2	0.503 3	0.693 1	3.135 5
Eps	2 475	0.562 6	0.488 6	0.020 0	2.620 0
Aroe	2 475	12.833 6	8.655 7	- 13.993 1	86.423 7
Nshare	2 475	83.476 6	22.142 5	2.185 5	100.000 0
Hold1	2 475	38.443 4	15.596 0	3.620 0	86.350 0
Holdins	2 475	50.285 9	22.248 9	1.387 4	91.913 2
Lev	2 475	47.970 0	18.861 3	6.468 5	84.833 8
Cr	2 475	1.876 4	1.605 2	0.261 0	11.059 8

从表2可以看出:

公司价值方面:Tobinq均值为1.461,大于其长期均衡值1,证明大部分上市公司的资本市场价值大于其重置成本,说明上市公司下一期资本计划投资大于本期实际投资,投资支出会加大。其最大值为7.155,是恒瑞医药;最小值为0.159 6,是湖北宜化;托宾Q值较小的公司集中在房地产、能源基础设施管理钢铁制造业,这些公司陈旧资产比例较大,资本增值能力较弱,托宾Q值较大的公司集中在IT和高新制造业,这些公司无形资产和智力资本比重较大,创造价值的能力较强。

对比来看:Eps均值为0.562 6,最小值为0.02,最大值为2.62;Aroe均值为12.833 6,最小值为- 13.993 1,最大值为86.423 7。说明A股上市公司收益水平较高,盈利能力较强。Dps均值为0.158 9,最小值为0.01,最大值为0.9;Ri均值为0.897 6,最小值为- 4.300 0,最大值为7.404 6。上市公司根据自身不同的盈利水平对剩余利润进行分红,因此现金股利发放的具体金额跨度较大,这也与公司的资产规模和融资规模有一定的关系。

股权结构方面:Hold1均值为38.44%,最小值为3.62%,最大值为86.35%。说明A股公司的股权较为分散。Holdins均值为50.28%,最小值为1.38%,最大值91.91%,说明A股上市公司中的机构如基金、券商、QFII、银行、一般法人等投资持股过半,逐渐取代散户而成为投资者的主体。不仅如此,Lev均值为47.97,说明A股上市公司普遍存在过度借贷现象,资产负债率平均水平较高,且主要集中在资产密集型产业(如制造业、电力行业等)。Cr均值为1.8764,表明A股上市公司总体流动比率正常。

2. 一元回归分析。为了解各个解释变量对公司价值

的影响方向和程度,将Tobinq和各解释变量、控制变量依次进行一元回归分析,建立回归模型如下:

$$\text{Model: Tobinq} = \beta_0 + \beta_1 \cdot (\text{解释变量}) + \varepsilon \quad (1)$$

回归结果如表3所示:

表3 一元回归结果统计

Variable	beta	t Value	Pr> t	F Value	R-Square	Adj R-Sq	预期符号
Fcf	0.067	3.36	0.000 8	11.31	0.004 6	0.004 1	+
Dps	0.210	10.66	<0.000 1	113.61	0.043 9	0.043 5	+
Ri	0.350	18.59	<0.000 1	345.64	0.122 6	0.122 3	+
Eps	0.170	8.57	<0.000 1	73.51	0.028 9	0.028 5	+
Aroe	0.348	18.48	<0.000 1	341.49	0.121 3	0.121 0	+
Nshare	0.154	7.75	<0.000 1	60.12	0.023 7	0.023 3	+
Hold1	- 0.115	- 5.77	<0.000 1	33.26	0.013 3	0.012 9	-
Holdins	0.181	9.14	<0.000 1	83.45	0.032 6	0.032 3	+
Cr	0.437	24.15	<0.000 1	583.42	0.190 9	0.190 6	+
Lev	- 0.560	- 33.65	<0.000 1	1132.04	0.314 0	0.313 7	-
Age	- 0.242	- 12.40	<0.000 1	153.84	0.058 6	0.058 2	-
Lna	- 0.484	- 27.50	<0.000 1	756.11	0.234 2	0.233 8	-

从表3可以看出:

解释变量方面:Fcf与公司价值呈正向相关关系,方向与预期相同。说明公司剩余的自由现金流越多,公司创造价值的的能力越强,公司价值越高。Adj R-Sq(调整拟合系数,下同)为0.004 1,解释能力较小。Dps与公司价值呈正相关关系,方向与预期相同,Adj R-Sq为0.043 5,对公司价值有一定的解释能力。Ri与公司价值正向相关,Adj R-Sq为0.122 3,说明剩余收益的解释能力高于Fcf和Dps,剩余收益越大,公司增值能力越强,公司价值越高。Aroe和Eps与公司价值正相关,预期方向一致,Adj R-Sq分别为0.121和0.028 5,二者对公司价值均有一定的解释能力,且Aroe对公司价值的解释能力高于Eps。

控制变量方面:各控制变量均显著相关,说明控制变量也均与公司价值有相关性。其中,Lna、Age、Lev和hold1与公司价值成显著负相关关系,说明资产规模越小,公司成长空间越大,投资者的投资期望较高,也说明上市公司超过最优资本结构比率越多,资本结构的负效应越明显,且上市时间越长,公司创造价值的的能力下降,公司价值越低;而Nshare、Holdins、Cr与公司价值成正相关关系,说明公司的股改进程越快,基于价值投资的机构投资者持股比例越高,流动资产比重越大,公司股权结构越合理,偿债能力越强,公司价值越大。

总的来说,Adj R-Sq处于前三位的是资本结构(0.313 7)、公司规模(0.233 8)和流动比率(0.190 6),说明三者对公司价值解释能力最强,净资产收益率(0.121 0)、剩余收益(0.122 3)次之,其他变量虽然均对公司价值具有相关性,但是解释能力较弱。

表 4 自由现金流价值相关性回归分析

Intercept	Fcf	Lna	Age	Nshare	Hold1	Holdins	Lev	Cr	Adj R- Sq	N
6.081*** (0.000 1)	0.066*** (0.000 1)	- 0.297*** (0.000 1)	- 0.338*** (0.000 1)	0.003*** (0.006)	- 0.006*** (0.000 1)	0.018*** (0.000 1)	- 0.021*** (0.000 1)	0.121*** (0.000 1)	0.483	2 475
- 42.220*** (0.004)	- 0.154 (0.833)	1.155 (0.248)	- 11.645*** (0.000 1)	0.071 (0.275)	- 0.024 (0.796)	0.146** (0.043)	0.683*** (0.000 1)	2.094*** (0.000 1)	0.651	7 140
- 191.061** (0.020)	- 3.754 (0.612)	12.56*** (0.007)	- 33.640* (0.073)	0.254 (0.430)	0.533 (0.314)	0.140 (0.721)	0.770*** (0.000 1)	9.077*** (0.000 1)	0.720	1 320

注:①样本包括 2009~2013 年的全部的有效观测值,共计 2475,下文的回归样本皆为此样本,对照样本(N=7 140,N=1 320)仅在本次回归中使用;②括号内的值是 t 检验的渐进显著性概率;③置信区间为 90%,\*为 10%水平显著,\*\*为 5%水平显著,\*\*\*为 1%水平显著,年度和行业为虚拟变量,下同。

3. 相关性分析。本文运用 SAS 软件进行 Pearson 和 Spearman 相关性检验,结果表明:除 Eps、Dps 和 Aroe 以外,其他各变量不存在共线性问题。需要说明的是,在下文的解释能力实证分析环节中仍将具有多重共线性的变量纳入同一回归方程进行分析并无大碍,因为此时关注的并非回归系数,而是变量对公司价值的综合解释能力(王喜刚,2003)。

4. 多元回归分析。

(1)自由现金流的价值相关性实证检验。为了验证自由现金流的价值相关性,本文运用 SAS 软件的 REG 过程对三个研究样本进行了回归分析,建立如下回归模型:

$$\text{Model: Tobinq} = \beta_0 + \beta_1 \cdot \text{Fcff} + \beta_2 \cdot \text{Lna} + \beta_3 \cdot \text{Age} + \beta_4 \cdot \text{Nshare} + \beta_5 \cdot \text{Hold1} + \beta_6 \cdot \text{Holdins} + \beta_7 \cdot \text{Lev} + \beta_8 \cdot \text{Cr} + \varepsilon \quad (2)$$

回归结果如表 4 所示。从表 4 可以看出, Fcf 仅在发放现金股利(N=2 475)条件下的回归中与公司价值显著正相关,这说明公司在向股东分红(发放现金股利)的情况下,自由现金流越大,股权价值越大,公司价值也越大,假设 1 得到验证。而在不发放现金股利(N=1 320)和总体样本(N=7 140)的条件下,自由现金流与公司价值均不显著。这说明公司将剩余的自由现金流用于股东分红,可以有效地缓解自由现金流过多而导致的过度投资和公司价值损毁的问题。若机械地认为自由现金流是导致公司价值损毁的根源是有失偏颇的,这也违背了 Jensen 提出自由现金流假说的初衷。实证结果也说明了自由现金流能反映公司创造价值的结论,体现了自由现金流的价值相关性。

(2)解释能力实证。为比较自由现金流(Fcf)、现金股利(Dps)、剩余收益(Ri)和传统会计指标(Aroe、Eps)对公司价值的解释能力,特对 Fcf、Dps 和 Ri 分别与 Aroe、Eps 进行逐步回归,建立如下回归模型:

$$\text{Tobinq} = \beta_0 + \beta_1 \cdot \text{Aroe} + \beta_2 \cdot \text{Fcff}(\text{Dps, Ri}) + \varepsilon \quad (3)$$

$$\text{Tobinq} = \beta_0 + \beta_1 \cdot \text{Aroe} + \beta_2 \cdot \text{Eps} + \beta_3 \cdot \text{Fcff}(\text{Dps, Ri}) + \varepsilon \quad (4)$$

$$\text{Tobinq} = \beta_0 + \beta_1 \cdot \text{Aroe} + \beta_2 \cdot \text{Eps} + \beta_3 \cdot \text{Fcff}(\text{Dps, Ri}) + \beta_4 \cdot$$

$$\text{Age} + \beta_5 \cdot \text{Lna} + \beta_6 \cdot \text{Nshare} + \beta_7 \cdot \text{Hold1} + \beta_8 \cdot \text{Holdins} + \beta_9 \cdot \text{Lev} + \beta_{10} \cdot \text{Cr} + \varepsilon \quad (5)$$

式(3)和式(4)的回归结果如表 5 所示,式(5)的回归结果如表 6 所示。

表 5 解释能力逐步回归分析(1)

Intercept	Aroe	Eps	Fcf	Dps	Ri	Adj R- Sq
0.788 82*** (0.000 1)	0.052 36*** (0.000 1)		0.053 36** (0.020 7)			0.122 5
0.773 05*** (0.0001)	0.050 02*** (0.000 1)			0.289 29 (0.118 5)		0.121 5
0.815 13*** (0.000 1)	0.038 08*** (0.000 1)				0.175 12*** (0.000 1)	0.175 8
0.797 00*** (0.000 1)	0.078 04*** (0.000 1)	- 0.600 45*** (0.00 01)	0.056 72** (0.012 8)			0.143 4
0.739 21*** (0.000 1)	0.079 25*** (0.000 1)	- 0.981 15*** (0.000 1)		1.616 07*** (0.000 1)		0.159 6
0.829 14*** (0.000 1)	0.069 14*** (0.000 1)	- 0.768 42*** (0.000 1)			0.197 03*** (0.000 1)	0.209 4

整体来看,在公司支付现金股利(的情况下,Fcf在逐步回归过程中一直与公司价值显著正相关,进一步验证了假设 1。从表 5 可以看出,在未加入控制变量的情况下, Fcf、Dps、Ri 与 Aroe 一起回归的 Adj R- Sq 分别为 0.122 5、0.121 5 和 0.175 8,说明它们对公司价值的综合解释能力并不强。结合一元回归结果来看,此时对公司价值解释能力最强的是 Aroe 和 Ri。由于 Aroe 和 Ri 存在共线性问题,因此两者的共同作用并没有带来解释能力的显著增强。虽然 Fcf 和 Dps 与公司价值显著正相关,但是二者对公司价值的解释能力较弱,小于 Ri 对公司价值的解释能力,验证了假设 4。当加入 Eps 作为解释变量时,回归方程的 Adj R- Sq 分别为 0.143 4、0.159 6 和 0.209 4,拟合系数增量分别为 0.020 9(17.06%)、0.038 1(31.36%)和 0.033 6(19.11%),说明每股收益对公司价值有一定的增量解释能力。此处要说明的是: Eps 在回归中与公司价值显著负相关,产生这种结果的原因是 Aroe 与 Eps 的高度共线性,但不会影响拟合系数的大小和对解释能力强弱的判断。

从表 6 可以看出,在加入控制变量进行回归中,回归方程 Adj R- Sq 显著提高(高于 60%),控制变量的加入使

表6 解释能力逐步回归分析(2)

Intercept	Aroe	Eps	Fcf	Dps	Ri	Age	Lna	Nshare	Hold1	holdins	Lev	Cr	Adj R-Sq
4.740 4*** (0.000 1)	0.057 5*** (0.000 1)	-0.339 1*** (0.000 1)	0.039 8*** (0.010 9)			-0.110 4*** (0.003 0)	-0.257 1*** (0.000 1)	0.009 1*** (0.000 1)	-0.002 4*** (0.049 6)	0.010 8*** (0.000 1)	-0.020 9*** (0.000 1)	0.117 2*** (0.000 1)	0.630 2
4.688 5*** (0.000 1)	0.057 9*** (0.000 1)	-0.462 5*** (0.000 1)		0.572 4*** (0.000 2)		-0.107 8*** (0.003 7)	-0.258 5*** (0.000 1)	0.009 5*** (0.000 1)	-0.002 3*** (0.059 3)	0.010 3*** (0.000 1)	-0.020 5*** (0.000 1)	0.114 9*** (0.000 1)	0.631 3
4.240 2*** (0.000 1)	0.056 6*** (0.000 1)	-0.438 2*** (0.000 1)			0.076 6*** (0.000 1)	-0.000 1 (0.997 1)	-0.247 0*** (0.000 1)	0.010 2*** (0.000 1)	-0.001 8 (0.131 3)	0.009 9*** (0.000 1)	-0.020 7*** (0.000 1)	0.112 8*** (0.000 1)	0.636 4
4.231 2*** (0.000 1)	0.056 1*** (0.000 1)	-0.526 8*** (0.000 1)	0.034 3** (0.027 5)	0.437 1*** (0.004 3)	0.073 5*** (0.000 1)	-0.006 2 (0.877 4)	-0.249 6*** (0.000 1)	0.010 1*** (0.000 1)	-0.002 1* (0.082 7)	0.009 4*** (0.000 1)	-0.019 6*** (0.000 1)	0.120 9*** (0.000 1)	0.638 3

得 **Fcf**、**Dps** 和 **Ri** 的三个回归方程对公司价值的解释能力相当,差异逐步消失,说明随着控制变量增多,各指标对公司价值的增量解释能力逐步减少。除了 **Age** 和 **Hold1** 的显著性有所降低以外,其他变量一直与公司价值具有显著相关性,符号与单变量结果一致。**Dps** 和 **Ri** 在回归中与公司价值一直显著正相关,说明自由现金流、现金股利、剩余收益都对公司价值做出了正面的解释,并不随回归方程中变量的增减而发生变化,这也说明自由现金流、现金股利和剩余收益均对公司价值有解释能力,符合现金流折现思想体现出的内在价值,现金流越大,公司价值越大,也证实了假设2和假设3。

控制变量除 **Age** 和 **Hold1** 外,其他的都通过了显著性检验,且相关系数符号与预期相同,说明资产规模、流通股比例、机构投资者持股比例、资产负债率等控制变量与公司价值也具有相关性,这可以从一元回归结果中得到验证。综合看,流通股比例、机构投资者持股比例和流动比率与公司价值显著正相关,股权分置进度越快、治理结构越好、偿债能力越强,公司价值越高;而资产负债率和资产规模与公司价值显著负相关,公司偏离最优资本结构的程度越大,公司的偿债压力就越大,创造价值的的能力减弱,公司价值就越低。这不仅与其他学者的研究结论相同,而且说明财务信息与非财务信息对公司价值都具有解释能力。方程拟合系数在回归中逐步加大,说明解释能力随着变量的增加而增强。

5. 稳健性检验。鉴于我国部分上市公司在限售股公开交易时会出现 70%~80% 的折扣(Chen 和 Xiong, 2002),因此在测算托宾 Q 值时将非流通股部分做 80% 折价估算。据此,本文将调整后的托宾 Q 值作为被解释变量,将加权平均净资产收益率和资本规模作为 **Aroe** 和 **Lna** 的替代变量,对上述回归方程进行稳健性检验。结果显示:调整拟合系数基本保持不变,除了反映股权结果变量 **Hold1**、**Holdins** 和 **Nshare** 的显著性稍有下降外,**Lnc** 的显著性稍有增强,其他变量显著性并未发生变化,相关系数符号未改变,说明回归方程和结果稳健可靠。

五、研究结论

本文以我国 2009~2013 年沪深两市 A 股上市公司作为研究样本,通过对自由现金流、现金股利、剩余收益和传统会计指标进行逐步回归,并逐一分析一元回归和多元回归的结果,得到几点结论如下:

第一,自由现金流、现金股利、剩余收益对公司价值均有一定程度的解释能力,综合解释能力超过 60%,且剩余收益的解释能力最强,自由现金流和现金股利的解释能力相当,处于较低水平。

第二,当公司发放现金股利时,自由现金流与公司价值显著正相关,反映出股利分红能很好地缓解自由现金流的代理成本问题。自由现金流无论是在一元回归还是在多元回归中,其与现金股利剩余收益均显著正相关,说明自由现金流与公司价值具有显著的相关性。

第三,传统会计指标具有较高的信息价值,自由现金流、现金股利和剩余收益仍然无法取代传统会计指标。在使用新兴指标时,仍少不了传统会计指标信息。

主要参考文献

Jensen M. C.. Agency Cost of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers[J]. American Economic Review, 1986(3).

张景奇,孟卫东,陆静. 股利贴现模型、自由现金流量贴现模型及剩余收益模型对股票价格与价值不同解释力的比较分析——来自中国证券市场的实证数据[J]. 经济评论, 2006(6).

伍伟. 基于托宾 q 的公司治理与公司价值关系的实证研究[J]. 南京社会科学, 2008(7).

王喜刚,丛海涛,欧阳令南. 什么解释公司价值: EVA 还是会计指标[J]. 经济科学, 2003(2).

Berger P., Ofek E., Yermack D.. Managerial Entrenchment and Capital Structure Decisions[J]. Journal of Finance, 1997(4).

陈信元,陈冬华,朱红军. 净资产、剩余收益与市场定价: 会计信息的价值相关性[J]. 金融研究, 2002(4).

【基金项目】2014 年湖南省研究生创新基金项目(项目编号: CX2014B385)