财务报告、现金股利水平与公司投资规模的相关性分析

李一婧，王鲁平（副教授）

【摘要】以2010～2015年沪深两地上市公司作为研究样本，利用实证分析法研究了财务报告可靠性与现金股利、投资规模间存在的逻辑关系。研究发现：在国有上市公司中，现金股利对投资的抑制程度要低于非国有企业，这与我国特殊的经济发展制度及外部环境相关。为了稀释现金股利对投资产生的抑制影响，引入财务报告质量这一参数，由最终的分析结果可知，可靠性较高的财务报告对现金股利与投资之间的抑制关系具有稀释或缓解作用。此外，在分组研究中引入成长性这一重要参数，结果表明，成长性能优异的企业，高质量财务报告所表现出的这一稀释或缓解作用更为突出。

【关键词】财务报告；现金股利水平；投资规模；相关性

【中图分类号】F276.6　　【文献标识码】A　　【文章编号】1004-0994(2017)18-0011-9

一、引言

现金股利与投资政策是上市公司按照其当年所实现的净利润所选择的分配方式。我国经济市场正处于上升发展的周期，为了有效规范我国资本市场，证监会自从2000年起就根据我国经济发展的状况制定并颁布了相应规章制度。

证监会曾就上市公司现金分红的具体规定进行了修改和完善，新的实施办法对我国的经济市场和相关企业发展产生了巨大的影响，能够从根本上保护上市公司中中小股东在企业中的地位和权益，有利于中小股东及时共享企业的现金收益与固定分红，让中小股东在享受企业利益的同时向市场传递公司利好信息。新的实施办法不仅关注中小股东权益，也规范了企业在融资方面的具体机制，它一方面制约了企业的外部融资，另一方面也能促使企业不断专注自身的发展，进一步规范企业日常财务决策运作的程序。

证监会为了规范经济资本市场秩序和保护企业中小投资者的相关权益，要求上市公司严格遵守规定，披露相关信息。本文重点研究财务报告质量对现金股利与投资行为之间关系的影响作用，所得研究结论可为上市公司的投资管理提供更为丰富的路径，有助于上市公司内部财务制度与政策发展的专业化、规范化和标准化，从而促进上市公司的长期可持续发展。

二、文献综述

（一）国外研究

Francis等（2005）研究发现，高质量的财务报告至少可以表明企业管理者产生道德风险及逆向选择的可能性较小，能够保障企业盈利目标的实现。企业再投资是企业增值并获得长远发展价值的具体表现方式。因为高质量的财务报告包含着企业经营效益中最真实的数据资料，在一定程度上会为企业在重大战略目标上的投资决策提供重要的参考意见。Deangelo和Stulz（2006）以股利的生命周期理论为基础，认为处于不同成长周期的企业对于现金股利与投资要进行不同类别处理方式的具体选择。比如处于成长周期的企业通常会减少现金股利分红，而把目光放在效益更高的投资项目上；而处于成熟周期的企业，则会支付股利，避免无效投资。

Han和Qiu（2006）通过具体数据的分析对财务报告与现金股利和投资问题的关系进行了研究。他们运用理论与实证相结合的方法对美国上市公司进行了融资约束和无融资约束的分组，通过对比分析多组不同数据，发现在美国融资领域存在限制和约束条件的上市公司中，对于现金流的敏感度较高，这

类公司在融资约束条件下通常会持有高额的现金来保障其日常的发展运营，同时也会减少投资机会；在美国无融资约束的上市公司中，由于外部融资成本较低，其对于现金流的敏感度也较低，此类公司持有高额现金的动机较小，因此会发放现金股利。Duchin（2010）通过研究发现，企业在融资方面所承受的限制和约束条件会对其现金持有决策构成较大影响。Altamuro 和 Beatty（2010）发现，与纳入《美国联邦储备保险公司促进法》管理范畴的上市公司相比，未纳入的上市公司由于缺乏必要的内控审计，其财务报告质量明显低于前者。

（二）国内研究

郭琦（2013）认为，不同程度融资约束下的公司的投资效率和资金运作的方式也存在较大差异，其对融资约束和非融资约束的上市公司建立了随机边界模型来计算投资效率，并依据财务报告质量划分为等级不同的两个小组，通过对比分析来验证财务报告质量对企业投资效率产生的作用。实证分析结果表明，企业的财务报告质量与投资效率在不同的阶段呈现不同的相关关系。在企业发展的上升阶段，企业会计信息质量的提高会促进企业投资效率的提高；但随着企业发展阶段的不断推进和企业会计信息质量的提高，其程度也会达到一个临界值，超过这一临界值，其对投资效率的影响会越来越弱。

魏清明和石龙华（2007）以我国上市企业相关财务报告信息为样本展开分析时发现，国有性质的上市公司往往会留存高额的利润满足其投资欲望，国有企业现金股利的高额发放也会在很大程度上抑制国有企业过度的投资需求。刘本富（2010）选取我国沪深两市所有上市公司 1999～2008 年期间的财务报告为研究对象，经过对比分析发现，发放高比例现金股利的企业更容易控制自身的现金流，此时企业会因为资金不足而减少其他方面的投资。金海红和李玲（2015）借助中介效应程序检验法进行验证和分析，发现现金股利政策能够有效降低企业所承担的股权代理成本，相应地提升了企业的经营成绩。徐寿福和邓鸣茂（2015）以 2004～2013 年 A 股上市公司为研究对象，发现现金股利政策能够抑制融资约束公司中自由现金流产生的过度投资需求。

（三）文献评述

本文主要阐述了以下内容：①财务报告质量对投资行为关系的影响，包括会计信息质量与冲动投资、保守投资及投资效率间的作用关系。②企业现金股利政策对投资行为的作用关系，包含具备融资约束条件的企业内部现金流与投资行为的作用关系、股权改革对两者间作用关系的影响等。由此来阐释企业的融资约束较少时，企业会发放现金股利；有较强融资约束的企业则会寻求较高的投资项目来创造企业价值。通过以上回顾发现，目前的文献主要是对财务报告质量和投资效率间的作用关系展开研究，但尚未有学者在二者间的影响关系中引入现金股利这一变量，通过研究三者间的作用关系验证之前的结论。鉴于此，本文引入了现金股利这一变量，同时又分析了不同产权性质下企业投资与现金股利政策间存在的不同之处。

三、理论分析与研究假设

（一）现金股利与投资行为

依据 MM 理论可知，在完全开放的资本市场中，股利政策与投资决策间不存在任何制约和影响关系，但在具体的经济社会中并不存在完美的资本市场。通过不完美资本市场的信号理论可知，现金股利的分配不只是公司维护股东权益的一种外在表现，更是公司向股东传递一种优势的发展信号的表现，公司向股东分配现金股利有效地提升了公司的形象。股东分配高额的现金股利可以增强投资者信心，但是在分配高额现金股利的同时企业也流失了一部分内部可流通的现金。在信息流通并不及时的资本市场中，企业对于投资信息的了解程度不同，就会使得公司在进行融资和投资时要充分考虑企业现有的现金流量。通过对比内部和外部融资成本，流动现金不足的企业通常会放弃外部更高价值的投资项目，转而寻求股东的投资。可见，分配高额的现金股利在一定程度上抑制了公司具有更高价值的外部投资行为，导致企业错失发展良机。

在我国特有的社会主义市场经济体制下，在政府主导、经济市场进行调节的方式下，国家的政策对于企业的发展至关重要。国有企业由国家控股，其生产经营活动和投资决策都受政府政策的深刻影响，国有企业以外的上市公司也会受到政府政策的影响。由于国有企业有着政府的强大支持，在融资的过程中一般会受到金融机构的青睐。而非国有企业资金的积累和融资主要来自企业自身的经营成果及股东直接投资，与国有企业在融资方面的便捷优势相比，非国有企业的外部融资成本就要高得多，因此非国有企业面临的融资约束要明显高于国有企业。综合以上分析，本文提出以下假设：

H1：非国有企业中现金股利发放政策对投资决

策的抑制作用明显高于国有企业。

（二）财务报告质量、现金股利政策与投资决策

当企业面临较高的外部融资成本时，就会转向使用企业内部投资。在现金股利的重要分配中，公司也会对内部资金运用的具体方向进行讨论，并在现金股利是发放还是参与企业的其他项目投资之间进行权衡。Jensen（1986）在其提出的自由现金流量假说中指出，当企业持有较多流动现金时，管理者控制和利用这些现金的欲望和动机将会增强，也就会产生道德风险和逆向选择，此时就会损害企业中小股东的权益。因此他提出企业的资源应在合适环境下进行充分利用，只有极大程度地减少管理层持有的盈余现金，企业的管理者才能将有限的盈余资金进行更优化的配置与合理的利用。

Bhattachaya（1979）在信息不对称理论的基础上建立了全新的股利信号模型理论。在这种理论价值的影响下他们认为，与企业内部管理层相比，外部投资者因为获取信息的渠道不畅构成了信息障碍。外部投资者与内部管理者存在极其严重的信息不对称问题，外部投资者仅仅通过股价等信息来预测公司的发展情况，而内部管理层掌握和控制着公司的更多信息。在信息渠道不通畅的情况下，只有内部管理层发放现金股利才能传递利好信号，从而吸引外部投资者的目光。

高质量的财务报告不仅能够体现出企业各个投资项目所产生的现金流，还可以在一定程度上拓宽外部投资者的信息渠道。拥有高质量财务报告的企业会将公司发展情况积极地向外部投资者传递，使公司更有可能获得外部融资。基于此，本文提出以下假设：

H2：高质量财务报告能够稀释或降低现金股利政策对企业投资决策构成的消极影响。

公司的发展周期与公司分配现金股利存在着一定关系。处于成长期的具有上升发展趋势的公司更倾向于将用于发放股利的现金投入到有利于企业规模扩大等的项目中，助力企业的良性发展，此阶段的企业管理层往往会制定较低比例的现金股利发放政策。

当公司处于成熟期且不再有任何上升发展需求时，管理层往往将企业实现的利润以现金股利的形式发放给股东，以稳定投资者，进而寻求更佳的投资时机。公司不同的成长阶段是影响其现金股利发放政策的关键因素，本文通过实证来研究处于成长期的上市企业财务报告质量对现金股利政策与投资决策间关系构成的影响。现阶段关于这方面的研究结论都较为一致，学者们认为处于成长上升期的公司运用现金股利进行投资会促进资源的合理利用，因为处于上升期的公司发展空间大、发展动力足。高质量的财务报告蕴含着企业未来投资项目可获得的现金流、有效执行的合同关系等信息，能够进一步提升管理者进行科学投资决策的能力，由此来缩小管理者与外部投资者之间在信息掌握方面的差距。因此，本文认为高质量的财务报告在促进外部投资者和内部管理者的信息平衡与对称方面起着重要作用。基于此，本文提出以下假设：

H3：在处于成长期并表现出强烈发展诉求的企业中，高质量财务报告能够有效降低现金股利政策对投资决策的负面影响。

四、研究设计

（一）研究样本及数据来源

本文实证研究部分所选数据来自我国沪深两市的上市公司，由于评价财务报告质量需要采用滞后一年的财务数据，因此本文所选数据均为股份改革后的企业报告信息。本文所选的数据来自2010～2014在沪深上市的公司，所研究的各项财务数据和公司治理数据均来源于国泰安数据库。

对所收集的全部数据进行汇总，依据研究需要剔除不合理数据：不考虑金融行业；同时考虑到不同时期上市的企业在实证分析中会存在显著的差异，因此也剔除了2009年1月1日以后上市的公司；剔除 ST 公司。

（二）变量选取

1. 被解释变量。Investment即公司投资。国内外不同文献从不同角度给出了公司投资的定义，本文所研究的公司投资是指公司在第n年研发支出加上购置无形资产、固定资产及其他长期资产所支付的现金，减去处置以上资产获得的相应现金差。新增公司投资是指本年度公司投资总量减去上年投资总量，但该差值有可能是负数，此处为了避免出现负数，以其绝对值进行稳定性检验。

2. 解释变量。

（1）现金股利（Dividend）。国内外表示现金股利的方法多种多样，普遍采用的形式有企业每年发放的现金股利以及每年发放的现金股利与企业总资产的比值。冯兴武、章庆（2013）采用变量0和1来定义不同的现金股利政策，0意味着企业当年没有发放现金股利，而1则意味着企业当年发放了现金股利。

本文则采用第n年发放的现金股利与前一年度企业资产总额的比值来表示。

（2）财务报告质量（RQ）。本文在收集和整理国内外上市公司财务报告并对其质量进行分析和研究后发现，大多数学者善于利用DD模型来研究财务报告质量，因此本文也借鉴该模型，将应计质量作为财务报告质量的衡量标准。依据该模型对RQ进行评价，并且从每个行业中（金融业除外）至少选取20家上市企业的报告数据，所选行业依据我国现行上市公司行业分类的具体标准，其计算方法如下：

$$Accruals_{i,t}=\alpha+\beta_1 CashFlow_{i,t-1}+\beta_2 CashFlow_{i,t}+\beta_3 CashFlow_{i,t+1}+\varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

上式中，$Accruals_{i,t}=(\Delta CA-\Delta Cash)-(\Delta CL-\Delta STD)-Dep$。ΔCA代表流动资产的增减变动，ΔCash代表货币资金的增减变动，ΔCL代表流动负债的增减变动，ΔSTD代表短期借款的增减变动，Dep为累计折旧与累计摊销额，CashFlow等于非经常性项目产生的净收入与Accruals的差值。然后计算所有参数与资产总额的比值。利用该模型计算出残差，企业第n年的RQ被界定为n−5年到n−1年这五年间依据该模型计算出的残差的标准差，用−1与所得标准离差相乘，最终结果越大意味着财务报告质量越高。

3. 控制变量。在有效筛选以及总体分析以上特征变量与治理变量的基础上，笔者选取如下控制变量：公司规模、有形资产占比、资产负债率、现金流、是否盈利、公司绩效、现金、行业、公司上市年限。

在笔者选取的控制变量中，公司成长性这一变量的计算主要受到两项因素的影响：一项是账面价值，而另一项则是市场价值。前者与变量之间是一种反比例关系，而后者则与变量成正比，其表达式为：控制变量=市场价值/账面价值。通常情况下，此处的临界点为数值“1”。在大于1的情况下，表明公司有着较高的市场价值，此时的股票价格较高，公司可对当前的发展规模做适当调整。在此过程中，其成长性高的特征也会逐渐显现出来。而这种变化，会给公司投资带来不同程度的影响。

（三）模型选择

为了验证H1，本文采用多元回归模型（2）进行分析：

$$Investment_{i,t}=\alpha_0+\beta_1 Dividend_{i,t}+\beta_2 Dividend_{i,t}\times SOE+\beta_3 Tangibility+\beta_4 Lev+\beta_5 Cfop+\beta_6 Loss+\beta_7 Roa+\beta_8 Cash+\beta_9 Size+\beta_{10} Age+\sum Ind+\varepsilon_{i,t} \quad (2)$$

企业的性质不同，在模型中SOE（产权性质）的取值也会有所不同。具体而言，国有企业的代表值为1，而非国有企业的代表值为−1。

表1　变量定义

	变　量	变量的具体解释
被解释变量	公司投资 Investment	研发支出，减去处置固定资产无形资产长期资产部分，加上购买固定资产无形资产长期资产部分
解释变量	财务报告质量 RQ	应计质量的标准差与−1相乘的结果，即前者的负值
	现金股利 Dividend	现金股利与总资产之间的比值
控制变量	公司规模Size	取总资产自然对数
	公司上市年限 Age	公司自上市以来的时间
	有形资产占比 Tangibility	固定资产与总资产之间的比值
	资产负债率 Lev	长期负债与总资产之间的比值
	现金流Cfop	经营现金流量净额与销售收入之间的比值
	是否盈利Loss	虚拟变量，前一年的盈利指标非0即1
	公司绩效Roa	净利润与总资产之间的比值
	现金Cash	现金与总资产之间的比值
	行业Ind	行业虚拟变量

为了取得更好的评估效果，本文最终选择了以下多元回归模型进行分析：

$$Investment_{i,t}=\alpha_0+\beta_1 Dividend_{i,t}+\beta_2 Dividend_{i,t}\times RQ_{i,t-1}+\beta_3 RQ_{i,t-1}+\beta_3 Tangibility+\beta_4 Lev+\beta_5 Cfop+\beta_6 Loss+\beta_7 Roa+\beta_8 Cash+\beta_9 Size+\beta_{10} Age+\sum Ind+\varepsilon_{i,t} \quad (3)$$

五、实证分析

（一）描述性统计

对于财务报告质量的评估，本文是借助DD模型来完成的。根据上面的模型，我们可以求得残差的值。同时，结合相关的计算公式，分别计算t−5～t−1年时间段的残差及其标准差。表2就是相关变量的描述性统计结果。

根据表2，我们基本可以断定：从总体上看，目前我国上市公司的整体投资水平处于一种较低的层次。而且，不同个体之间的差异非常明显，目前还处于一种非均衡发展的状态。现阶段，我国正处于经济转型的关键时期，各上市公司也应根据经济市场发

表 2　　主要变量描述性统计

	极小值	极大值	均值	均值的标准误	标准差
Investment	0	9389600000	34090000	12049543.73	77780000
Dividend	0	1.081882	0.0021571	0.00030799	0.1981872
Dividend×SOE	0	1	0	0	0.167
Dividend×RQ	−0.0096492	0	−0.00005398	0.000006328	0.000413401
RQ	−2.390098	−0.0000967	−0.03219099	0.001216412	0.078129802
Tangibility	0.0001583	0.9709403	0.2572403	0.002990982	0.192125784
Lev	0	0.692593	0.08737892	0.001791582	0.115084820
Cfop	−345.577	49.7428	−0.0718103	0.096257353	6.183007325
Age	7	28	13.92	0.033	2.861
Loss	0	1	0.813	0.0049	0.363
Cash	0	0.7831793	0.12686643	0.001626639	0.104477483
Roa	−28.20643	51.57543	0.05863018	0.017926463	1.151504643

注：财务报告质量（RQ）代表的是某财务报告质量的标准差，其计算的前提是残差。公司投资（Investment）的结果为某绝对值均值。这里的绝对值，就是特定时间段内研发支出减去处置固定资产、无形资产、长期资产部分，加上购买固定资产、无形资产、长期资产部分的绝对值。

展的规律把握投资的时机与方向，从而增加企业经济效益。在现实中，各上市公司发放现金股利的水平是有差异的。此种水平的高低，取决于两项指标，一项是公司当前的现金股利值，另一项则是公司上年的总资产。两者之间的比值，即为发放现金股利水平。从Dividend来看，其均值、极大值、极小值分别为0.0021571、1.081882、0，说明该水平普遍较低，与上市公司的盈利能力成反比例关系，更说明某些上市公司存在着损害股东权益的行为。针对这种现象，证监会必须出台相关的政策来规范上市公司损害股东权益的行为，在为中小股东谋取利益的同时也促进中小股东对企业的再投资。

在RQ方面，通过计算得到均值、极大值、极小值分别为−0.03219099、−0.0000967、−2.390098，这直接反映了当前我国RQ即财务报告质量的个体差异较大。低质量的财务报告会给投资者带来极其不利的影响，尤其是在收集和整理信息方面。在这种情况下，投资者将很难做出正确的投资决策。上市公司应该让财务报告在未来的发展中更加规范化、专业化，建立健全企业内部的财务报告机制，使各类投资者的合法权益得到切实的保障。除这两大控制变量以外，还可通过其他一些控制变量，做出正确的判断，明确当前的发展状况。

（二）相关性分析

模型（2）和模型（3）的Pearson相关性检验分别用Part A和Part B来表示，具体见表3。从最终结果看，各个变量具有很强的独立性，不存在多重共线性。

（三）回归分析

表4为对现金股利和投资之间的关系进行回归分析的结果。由表4可见，现金股利的水平是较高的。投资程度是影响现金股利水平的一项重要因素，而且两者之间呈负相关关系。换句话说，在公司融资约束程度比较高且外部资金有限时，企业外部资金的不足会促使企业转向有限的内部资金。为切实保障每位股东的合法权益，国家加大了政策调整力度，并取得了很好的效果。面对好的投资机会，投资者却往往变得犹豫不决，既不想丧失投资机会，又怕资金被套住，从而影响现金股利水平。除此之外，还存在许多影响投资程度的正向因素，如资产负债率、有形资产占比、公司规模等。对一家上市公司来说，假设其当前的现金流是充足的，那么公司更愿意把现金股利进行更有价值的项目投资。本文采用一阶段最小二乘法对模型（2）进行回归分析，以此来验证H1。在此过程中，本文重点是分析和判断β_2的系数情况。因为此项系数的大小将直接反映出企业的性质，以及当前企业现金股利水平的高低。表5 即为模型（2）的回归结果。

由表5可见，R^2在调整前后，其值分别为0.31752、0.31523。与此同时，交叉项 Dividend×SOE的系数为0.02723。依据此项数值判断，其水平并未达到我们的预期。这项数值说明非国有企业中现金股利对投资的抑制作用比国有企业中现金股利对投

表 3

Part A Pearson相关性检验

	Investment	Dividend	Size	Tangibility	Lev	Cfop	Age	Loss	Cash	Roa
Investment	1									
Dividend	−0.02361	1								
	0.13234									
Size	0.54687**	0.00000	1							
	0.00000	0.98639								
Tangibility	0.19742**	0.02374	−0.03194*	1						
	0.00000	0.14734	0.04713							
Lev	0.28675***	−0.00662	0.35851**	0.21193**	1					
	0.00000	0.81342	0.00000	0.00000						
Cfop	0.01343	0.00246	0.69489	0.03447*	−0.01661	1				
	0.39861	0.90424	0.03741	0.03142	0.29136					
Age	−0.01475	0.01364	0.06962**	−0.13862**	−0.01731	−0.00143	1			
	0.37434	0.411464	0.00000	0.00000	0.27464	0.95363				
Loss	0.07241**	−0.02737	0.19143**	−0.11764**	−0.00851	0.04875*	0.01564	1		
	0.00000	0.08464	0.00000	0.00000	0.62953	0.01083	0.30547			
Cash	−0.09641**	−0.00331	0.03347*	−0.25874**	−0.25242**	−0.02435	0.06374**	0.08463**	1	
	0.00000	0.84575	0.00000	0.00000	0.00000	0.12185	0.00000	0.00000		
Roa	0.01185	0.00237	0.00631	−0.04634**	−0.04742**	−0.00245	0.02953	0.01858	−0.00353	1
	0.46784	0.67342	0.68575	0.00341	0.01175	0.91162	0.06346	0.2624	0.84215	

Part B Pearson相关性检验

	Investment	Dividend	RQ	Size	Tangibility	Lev	Cfop	Age	Loss	Cash	Roa
Investment	1										
Dividend	−0.02324	1									
	0.13974										
RQ	0.00752	0.01457	1								
	0.64142	0.53952									
Size	0.54642**	0.00147	0.08242**	1							
	0.00000	0.98635	0.00000								
Tangibility	0.19748**	0.02358	−0.00734	−0.03183*	1						
	0.00000	0.14756	0.63979	0.04762							
Lev	0.28625**	−0.00452	0.3824*	0.35847***	0.21157**	1					
	0.00000	0.81347	0.01594	0.00000	0.00000						
Cfop	0.01358	0.00253	−0.00548	0.03345*	0.03447*	−0.0163	1				
	0.39845	0.90447	0.72673	0.03773	0.03126	0.29137					
Age	−0.01462	0.01323	0.22232**	0.06936**	−0.13872**	−0.01342	−0.00174	1			
	0.39848	0.41154	0.00000	0.00000	0.00000	0.41373	0.95472				
Loss	0.07262**	−0.02747	−0.01268	0.19157**	−0.11747**	−0.00831	0.04483*	0.01525	1		
	0.00000	0.08413	0.42446	0.00000	0.00000	0.62957	0.01494	0.34474			
Cash	−0.09642**	−0.00343	0.01846	−0.11421**	−0.25882**	−0.25237**	−0.02428	0.06142***	0.08475**	1	
	0.00000	0.84546	0.25046	0.00000	0.00000	0.00000	0.12147	0.00000	0.00000		
Roa	0.01135	0.00252	0.00139	0.00664	−0.04646**	−0.04461*	−0.00234	0.02942	0.01828	−0.00385	1
	0.46773	0.67337	0.98646	0.68534	0.00374	0.01172	0.91162	0.06575	0.26452	0.84262	

注:表中的各个变量都包含了两行内容,从上到下分别为相关系数与显著性水平。其中,***、**和*分别表示在0.01、0.05和0.1的水平上显著。

表 4　对现金股利和投资之间的回归结果

自变量	回归系数	t	sig.
（常量）		−34.51072	0.00000
Dividend	−0.02373	−1.80243	0.07263
Size	0.51242	35.91547	0.00000
Tangibility	0.22234	16.15725	0.00000
Lev	0.03564	2.38843	0.01763
Cfop	−0.00934	−0.69573	0.48745
Age	−0.05363	−4.02646	0.00000
Loss	−0.01147	−0.84846	0.39753
Cash	0.02242	1.60223	0.10957
Roa	0.02434	1.86164	0.06335
R^2			0.31768
调整后R^2			0.31542
F			212.07436

表 5　模型(2)的回归结果

自变量	系数	t	sig.
（常量）		−34.39443	0.00000
Dividend×SOE	0.02723	0.79665	0.44205
Dividend	−0.04836	−1.37834	0.16846
Size	0.51134	35.85152	0.00000
Tangibility	0.22223	16.11978	0.00000
Lev	0.03564	2.40245	0.01663
Cfop	0.00534	0.24432	0.48846
Age	−0.05267	−4.02085	0.00000
Loss	−0.01242	−0.86935	0.38552
Cash	0.02245	1.59075	0.11247
Roa	0.02474	1.86436	0.06254
R^2			0.31752
调整后R^2			0.31523
F			190.97847

资的抑制作用更强，H1得到验证。但我国上市公司所处的环境和我国特殊的法律制度和经济制度等因素都在积极地对其产生影响，导致其结果并不显著。因此，在理论上预测非国有企业中现金股利对投资的抑制作用比在国有企业的情况会更加突出和明显。然而，现实情况却存在诸多的变数。相比于非国有企业的股东，国有企业的股东更加注重稳定的回报，担心各种形式的冒险。再者，随着客观形势的变化，国家在近期也调整了相应的政策，以预防国有企业浪费资源和过度投资的现象。

对于H2的验证，则在模型(3)中新加入了RQ，即财务报告质量这项指标。经过大量的数据验证我们发现，现金股利对投资的负向作用会因RQ的不断提高而逐渐减弱。基于这样的关系，本文对H2做了进一步的验证。对于此项验证，要想获得准确的结果，需要有一个基本前提，即Dividend×RQ 的系数为正。然而，基于上文的分析，除非RQ这项新指标能够抑制现金股利负向作用的发挥，否则这个前提条件根本无法满足。换句话说，如果这个系数果真为正，则说明RQ对现金股利的抑制作用是客观存在的。表6即为模型(3)的回归结果。

表 6　模型(3)的回归结果

自变量	回归系数	t	sig.
（常量）		−37.89857	0.00000
Dividend	−0.02365	−1.81254	0.07000
Dividend×RQ	0.02577	1.83024	0.06754
RQ	−0.04235	−3.12254	0.00224
Size	0.54186	38.83757	0.00000
Tangibility	0.20955	15.56524	0.00000
Lev	0.05834	4.13054	0.00000
Cfop	−0.00963	−0.74057	0.45945
Age	−0.01646	−1.22424	0.22124
Loss	−0.01145	−0.81254	0.41757
Cash	0.03547	2.60957	0.00942
Roa	0.02154	1.63524	0.10245
R^2			0.35052
调整后R^2			0.34853
F			201.59554

由表6可见，R^2在调整前后，其值分别为0.35052、0.34853。与此同时，交叉项Dividend×RQ的系数为0.02577。此项数值说明其对投资具有正向的影响。RQ值，即财务报告质量越高，则信息反馈得越及时、越全面，信息不对称的问题将越少发生。在这种情况下，投资者的信心会显著提升，拓宽外部投资者的信息渠道也促使管理层和投资者之间信息均衡，逆向选择程度和道德风险得以降低。综合这些变化，说明RQ对公司投资具有正向影响。对于发放现金股利，其也会起到明显的抑制作用。可见，高质量财务报告的作用是非常显著的。基于这样的认识，本文认为，各上市公司应以更加规范、真实、完整、高效等方面的要求来约束自身，全面提高财务报告质量，发挥财务报告的正向作用。本文提出的H2得到了表6中相关数据的有效印证。

由表6数据可知，控制变量中公司绩效与其投

资表现出明显的正向作用关系，意味着当企业创造价值的能力较强时，其投资也相应提高；当企业实现的盈利较高时，预示着企业拥有良好的发展前景，此时企业管理者往往倾向于将当期实现的盈利更多地用于扩大投资规模而减少现金股利发放金额。公司投资规模、有形资产占比、现金、资产负债率等与投资之间表现出明显的正向作用关系。当企业不断扩大其规模时，该企业往往具备较大的发展潜能，此时融资的途径逐步增多，因此管理者往往加大投资力度。企业自身资金充沛时进行投资显然是最佳的情形，但也要关注资产负债率，保持这一比率的稳定和平衡是企业获得长足发展的前提和基础。如果企业当前的资产负债率较高，就会不断增加企业的财务风险，严重时甚至会出现资金链断裂的现象，这对于企业日常经营业务的开展是非常不利的，也会影响到企业在实现关键战略目标中的投资决策。

在此基础上，本文根据公司成长性的不同，对它们进行分组研究以及回归分析，具体结果见表7、表8。

由表7、表8我们不难发现，高成长性公司与低成长性公司的系数差别很大，前者的水平是显著的，而后者则是不显著的。在现实中，公司的成长性不易判断，而且经常发生变化，这无疑会削弱投资者的信心。面对这种情况，高质量的财务报告可以有效缓解这种局面，增强投资者信心，抑制现金股利政策对投资的负向影响，从而验证了H3。

表7　　高成长性公司组回归结果

自变量	回归系数	t	sig.
（常量）		−31.46154	0.00000
Dividend	−0.01835	−1.21274	0.22657
Dividend×RQ	0.03575	2.27224	0.02342
RQ	−0.06936	−4.41057	0.00040
Size	0.51958	33.01642	0.00000
Tangibility	0.17342	11.34445	0.00000
Lev	0.05334	3.35675	0.00150
Cfop	−0.00967	−0.62942	0.52986
Age	−0.03145	−2.10645	0.03554
Loss	−0.01827	−1.21775	0.22436
Cash	0.01143	0.69742	0.48636
Roa	0.02937	1.98645	0.04785
R^2			0.31437
调整后R^2			0.31245
F			138.75742

表8　　低成长性公司组回归结果

自变量	回归系数	t	sig.
（常量）		−15.42223	0.0000
Dividend	−0.07228	−2.00646	0.04553
Dividend×RQ	−0.02546	−0.70143	0.48446
RQ	−0.04943	−1.54623	0.12254
Size	0.51734	15.81546	0.00000
Tangibility	0.34562	10.57443	0.00000
Lev	−0.01342	−0.38627	0.70000
Cfop	−0.00645	−0.21154	0.83352
Age	−0.06479	−2.0403	0.04247
Loss	0.01854	0.61423	0.53954
Cash	0.04824	1.58246	0.11424
Roa	−0.04357	−1.42043	0.15675
R^2			0.36843
调整后R^2			0.35943
F			40.55168

（四）稳健性检验

为了增强本文论证结果的权威性，最终对验证结果展开稳健性测试，所选数据期间为2009～2014年，各参数选用的是该研究区间各年投资额。采用因变量替换法进行稳健性测试，而因变量则是每年企业实际投资额，其他参数值不变。由此对模型（2）和模型（3）进行检验，验证结果仍然支持原有结论，说明本文的研究结果具有稳健性。

六、研究结论及政策建议

（一）研究结论

本文以财务报告质量、现金股利与投资行为的关系为主要研究对象，并采用实证研究的方法以2010～2014年上市公司的具体数据为基础进行研究。在这一过程中分析并总结出了“现金股利对投资的抑制作用在非国有企业中比国有企业体现得更为明显”这一结论。这与我国经济社会发展的固有特点以及现代企业生存与发展的环境密切相关。

现金股利与投资的负相关作用不利于上市公司经济的可持续发展，笔者根据实证分析得出了现金股利与投资的负相关作用能够在公司的高质量财务报告分析下被改变这一结论。

与此同时，笔者将上市公司的成长周期和规模作为重要的参考因素进行了分组研究，发现处于不同时期的上市企业的财务报告对其现金股利和投资的影响作用也有着较大差异。财务报告对处于成长

上升周期的上市企业的影响更为明显，此时企业的财务报告更能有效地抑制现金股利与投资的负相关作用。本文针对财务报告质量对现金股利政策与企业投资决策间的关系展开了分析和验证，极大地丰富了企业投资决策领域相关处理的理论方法，也有助于企业规范其财务方面的相关制度与政策，使其更加专业化、标准化，从而有利于企业的长期可持续发展。

（二）政策建议

1. 政府应发挥主导作用，不断建立和完善会计信息披露机制。我国经济市场的起步较晚，与国外的经济市场发展还存在着一定的差距。我国目前会计信息披露的程度还不够深入，这直接导致企业外部投资者与内部管理者之间的信息不对称，并给利益相关者的科学决策带来了负面影响。在出现信息不对称的情况时，投资者中间容易产生逆向选择倾向。这种情况下，即使摆在企业面前的是利好投资政策，但苦于投资者资金投入不足，也只能放弃这一有价值的发展机会，从而在一定程度上阻碍企业的发展。因此，我国政府和证监会应该充分发挥自身的主体作用，不断建立和完善会计信息披露机制，在不损害企业切身利益的情况下，加大企业会计信息披露的力度，缩小企业内外部在掌握信息方面的差异，减少信息不对称现象，以保障企业拥有较强的外部融资能力。

2. 企业内部应建立健全有关财务报告质量的监管机制。只有这样，才能实现较高的财务报告质量，从而避免上市企业管理者产生道德风险。应对上市公司财务报告提出更为严苛的规范性、可靠性和科学性要求，构建科学合理的内部控制制度，严格监管会计信息的披露过程，充分发挥董事会、监事会的职能作用，以保障企业内部财务报告的可信度与可靠性。

此外，监管部门要加大监管力度与执法力度，从源头上遏制类似违法违规行为产生的可能性，以此保障我国资本市场的健康有序发展。

主要参考文献：

Francis, Jennifer, Ryan LaFond, Per Olsson, Katherine Schipper. The Market Pricing of Accruals Quality [J]. Journal of Accounting and Economics, 2005(39).

Deangelo H., L. Deangelo, R. Stulz. Dividend policy and the earned/contributed capital mix: A test of the life cycle theory [J]. Journal of Financial Economics, 2006(81).

Duchin R.. Cash holding and corporate diversification[J]. Journal of Finance, 2010(3).

Altamuro J., Beatty A.. How does internal control regulation affect financial reporting? [J]. Journal of Accounting and Economics, 2010(1).

郭琦. 融资约束、会计信息质量与投资效率[J]. 中南财经政法大学学报, 2013(1).

魏明海，柳建华. 国企分红、治理因素和过度投资[J]. 管理世界, 2007(2).

肖珉. 现金股利、内部现金流与投资效率[J]. 金融研究, 2010(10).

徐寿福，徐龙炳. 现金股利政策、代理成本与公司绩效[J]. 管理科学, 2015(1).

徐寿福，邓鸣茂，陈晶萍. 融资约束、现金股利与投资——现金流敏感性[J]. 山西财经大学学报, 2016(2).

作者单位：西安交通大学管理学院，西安 710049