

企 / 业 / 经 / 济 / 管 / 理 / 研 / 究 / 丛 / 书



汪本强 — [著]

基于产业集中环境下 中国航空工业上市公司 融资结构与绩效研究

JIYU CHANYE JIZHONG HUANJINGXIA ZHONGGUO
HANGKONG GONGYE SHANGSHI GONGSI
RONGZI JIEGOU YU JIXIAO YANJIU



合肥工业大学出版社
HEFEI UNIVERSITY OF TECHNOLOGY PRESS

企业经济管理研究丛书

本书由合肥学院人才基金项目 and 河海大学博士后基金项目共同资助

Research on Financial Structure and Performance of China's Listed
Aviation Companies in the Industrial Concentration Environment

基于产业集中环境下中国航空工业 上市公司融资结构与绩效研究

汪本强 著

合肥工业大学出版社

图书在版编目(CIP)数据

基于产业集中环境下中国航空工业上市公司融资结构与绩效研究/
汪本强著. —合肥:合肥工业大学出版社, 2012. 4

ISBN 978-7-5650-0700-2

I. ①基… II. ①汪… III. ①航空公司—上市公司—融资结构—研究—
中国②航空公司—上市公司—企业绩效—研究—中国 IV. ①F562.6

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2012)第 059685 号

基于产业集中环境下中国航空工业 上市公司融资结构与绩效研究

汪本强 著

责任编辑 马成勋

出 版	合肥工业大学出版社	版 次	2012 年 1 月第 1 版
地 址	合肥市屯溪路 193 号	印 次	2012 年 1 月第 1 次印刷
邮 编	230009	开 本	710 毫米×1000 毫米 1/16
电 话	总编室:0551—2903038	印 张	15
	发行部:0551—2903198	字 数	233 千字
网 址	www.hfutpress.com.cn	印 刷	中国科学技术大学印刷厂
E-mail	hfutpress@163.com	发 行	全国新华书店

ISBN 978-7-5650-0700-2

定价: 29.00 元

如果有影响阅读的印装质量问题,请与出版社发行部联系调换。



近年来，随着世界航空工业引入市场竞争机制，中国航空工业面临着发展机遇及挑战。如何紧紧抓住战略机遇，优化资源配置，提高产业竞争力，实现跨越式发展，已经成为学术界、企业界和政府部门共同关注和研究的热点课题之一。且研究的“触角”正在不断向纵深发展，研究成果日益丰富和充实现代产业经济理论。然而，纵观学术界在中国航空工业领域的研究成果，可以发现，比较成熟的分析范式是把研究对象限定于航空产品领域，即把分析对象限定于明确标识的航空工业企业所提供的有明确定义的航空产品集合所进行的经济分析。但是，当今中国航空工业企业组织形式的演变已超越这一研究所依赖的路径，这种演变路径的显著性变化就是中国航空工业上市公司的出现，它预示着对中国航空工业企业的产品市场与资本市场的研究视角将进一步走向融合。

中国航空工业上市公司是通过剥离计划经济体制下的航空工业军品企业中民品生产部门、非核心技术航空军品生产部门以及第三产业部门并通过增资扩股组建而成，并以民品生产为主业。中国航空工业上市公司的经营机制已凸现市场经济的显著特征，产品生产和销售完全进入竞争性市场领域，遵循市场机制下的价格和供求规律，参与市场竞争，优胜劣汰，自我发展。众所周知，当前中国航空工业民品产业形态正经历着如下演化过程：体制上逐步从计划经济转变为市场经济；市场上逐步

从产品市场进入资本市场；经营上逐步从生产经营拓展至资本经营。发展的空间不断拓展，内容越来越丰富，经济行为越来越高层化，经济实践越来越纵深化。中国航空工业上市公司作为中国航空工业体制改革和制度创新的先驱，实体资本与虚拟资本融合的载体及市场化和资本化发展模式的探索者，其产业形态的上述演进过程和趋势越来越明显。尽管中国航空工业上市公司具有规模经济、范围经济和自然垄断的经济学特征，但是由于自身经济技术特征的变化以及外部需求的冲击，自然垄断的强度已经大幅度减弱，并同时“弱化”了航空工业战略性和保密性的产业特征，从而促使其实体资本与虚拟资本的融合。

其实，针对中国航空工业民品产业资本化发展等相关问题的讨论早在 20 世纪七八十年代就开始了。但是由于研究的数据来源少，缺乏敏感性和实证研究的基础；或许是由于封闭性和保密性所致，迄今为止，国内学者对此类问题的研究并不全面和系统，运用的研究方法和取得的研究成果与国内其他高技术产业相比也存在一定的差距。在如此重要的战略性领域和关键性行业缺乏足够的理论研究和实证支持，显然是产业经济学和产业组织理论发展的缺憾。事实上，基于产业集中环境下研究中国航空工业上市公司融资结构与经营绩效及其它它们之间的关系，并以此反映中国航空工业民品产业的发展状况具有的合理性和可行性。这是因为：其一，中国航空工业体制改革与制度创新所暴露出来的诸多问题，大多数与航空工业企业的组织结构和融资行为有关。理顺二者内在的逻辑关系，既是航空工业体制改革实践和产业持续健康发展的需要，也是产业组织理论发展的要求。中国航空工业上市公司作为中国航空工业体制改革和制度创新的先驱，其运作模式和管理方式能够反映中国航空工业的发展现状，特别是民品产业未来发展的特点和要求，具有示范性和试点意义。其二，出于国家安全和保密的需要，中国航空工业企业的资料历来公开较少，因而获取对包括军品产业和民品产业在内的相关资料进行实证研究比较困难；但是，根据证监会对上市公司信息披露管理规定，以民品生产为主业的中国航空工业上市公司，会定期向社会公众发布公司的各种重要数据信息，这为实证研究提供了便利。之所以强调实证研究，是因为在已有的理论研究文献中，几乎难以见到采用定量研究方法的文献。如果仅以这些定性研究结论为依据对中国航空工业上市公司融资行为与经营绩效及它们之间的关系做出价值判断，显然是过于轻

率的。“我们寻求的是模型，而不是潮流；是概念，而不是词汇；是分析，而不是比喻。”^①

从产品市场和资本市场结合的层面来看，目前中国航空工业上市公司融资行为与经营绩效的现状如何，究竟有哪些因素影响其市场势力的提升、融资结构的优化以及经营绩效的改善，融资行为与经营绩效之间存在怎样的互动关系等许多问题，人们至今并没有完全认识清楚（探讨该问题的文献几乎难以见到，最常见的文献主要集中于航空工业体制改革和制度创新、产业和产品组织结构调整、产业发展战略等研究领域，且以定性描述为主，定量研究文献寥若晨星）。本书在借鉴前人研究成果的基础上，合理选择测度方法和表征指标，对基于产业集中环境下的中国航空工业上市公司融资结构与经营绩效的现状及变化趋势进行细致描述，并对它们的关系以及显著性影响因素进行定量研究。通过这些研究，期望获得对中国航空工业民品产业形态的科学认识，借以探索中国航空工业民品产业发展的资本化道路，并能为政府部门制定航空工业民品产业的发展战略和发展政策提供一些借鉴和参考。

本书共分为八章。第一章介绍基础理论回顾、文献综述和理论基础。这部分确定了本书研究的边界。第二章介绍中国航空工业发展历史与现状、市场化与资本化改革进程以及国际竞争力的数量表现、世界航空工业企业并购浪潮与“小行业、大企业”的产业组织结构特点等，以此作为本书研究的理论背景。第三章阐述了中国航空工业上市公司在资本运营与资源配置过程中所显现的资源“易得性”特征，并以此作为本书研究的理论前提。第四章研究了中国航空工业上市公司产业集中度与市场结构。通过对比，考察了中国航空工业产业集中度、各个上市公司所属行业市场集中度、国内主要高技术产业市场集中度，以便为正确认识中国航空工业上市公司市场结构、市场环境与市场竞争力提供可靠的事实依据。第五章为中国航空工业上市公司融资问题的研究。基于对中国航空工业上市公司融资偏好行为、融资结构现状、变动趋势及其影响因素分析，以便为正确认识航空工业上市公司融资偏好行为与融资结构特征，从而为促进上市公司实现实体资本与虚拟资本相融合以及产品市

① 卡尔·夏皮罗，哈尔·瓦尔安．信息规则．张帆译．中国人民大学出版社，2000．

第一章 理论回顾与文献综述	(1)
第一节 产业集中度研究的简要回顾	(1)
第二节 关于企业融资结构问题研究的理论综述	(7)
第三节 企业融资行为与产品市场竞争问题的研究综述	(17)
第四节 我国航空工业发展问题的研究综述	(20)
第二章 中外航空工业发展现状、趋势及国际竞争力	(24)
第一节 世界航空工业的发展现状与趋势	(24)
第二节 中国航空工业的发展历程	(30)
第三节 中国航空制造业国际竞争力的数量表现	(41)
第三章 中国航空工业融资体制改革与资源“易得性”	(57)
第一节 中国航空工业融资体制改革的路径选择	(57)
第二节 中国航空工业上市公司的行业分类与产业范畴	(63)

第三节	中国制造类航空工业上市公司的主业分析	(67)
第四节	中国航空工业上市公司的“资源易得性”	(74)
第四章	中国航空工业上市公司集中度与市场结构	(77)
第一节	产业集中度的测度	(78)
第二节	产业集中度的指数计算	(83)
第三节	航空工业上市公司产业集中度的现状和演变趋势	(85)
第四节	中国航空工业上市公司产业集中度的影响因素分析 ...	(99)
第五章	中国航空工业上市公司融资结构分析	(104)
第一节	融资偏好、融资模式与融资结构的概念界定	(105)
第二节	中国上市公司股权融资偏好的测度	(107)
第三节	中国航空工业上市公司股权融资偏好度分析	(115)
第四节	中国航空工业上市公司融资结构的现状分析	(120)
第五节	中国航空工业上市公司融资结构影响因素的实证 分析	(127)
第六节	中国航空工业上市公司融资结构对产业集中度的 影响	(132)
第六章	中国航空工业上市公司产业绩效分析	(143)
第一节	中国航空工业上市公司产业绩效的描述与计量	(144)
第二节	中国航空工业上市公司产业绩效与集中度的关系 分析	(151)
第三节	中国航空工业上市公司产业绩效与融资结构的关系 分析	(157)
第四节	中国航空工业上市公司绩效与集中度、融资结构的 关系	(163)

第七章 中国航空工业上市公司经营绩效综合评价	(170)
第一节 经营绩效评价方法的选择和指标体系的构建	(171)
第二节 中国航空工业上市公司经营绩效的综合评价	(177)
第三节 中国航空工业上市公司经营绩效评价的结果分析	(181)
第八章 总结	(189)
第一节 本书的研究结论	(189)
第二节 本书的创新点	(192)
第三节 需要进一步研究的问题	(193)
附 表	(195)
参考文献	(212)
后 记	(228)

理论回顾与文献综述

目前人们已经对中国航空工业的发展问题进行了大量的研究。然而，由于航空工业仅仅是制造业的一部分，而制造业也仅仅是第二产业的一部分，包含内容较窄，因而难以形成特有的产业理论。基于产业集中环境下关于中国航空工业上市公司融资结构与绩效问题的研究应用的主要是产业组织理论和财务管理理论，而这方面的理论研究成果已经非常丰富。正因为如此，本书首先对产业组织理论和财务管理理论中关于论述产业集中、融资结构与绩效问题的相关研究成果综述，以便有效把握相关研究的发展历程、研究现状以及现有研究存在的问题，进而再对中国航空工业发展问题的相关研究现状进行综述，以便理清本研究对该领域相关观点的承接、拓展与深化的关系。

第一节 产业集中度研究的简要回顾

产业集中 (Concentration) 是从市场空间角度来反映产业内企业的垄断程度，产业集中研究的重点是产业集中度。产业集中度是特定产业的市场结构定位和产业政策取向的重要依据，是衡量产业竞争程度的主要指标，历来受到经济学家的关注。从目前已有的研究文献来看，产业集中度的研究主要集中于以下两个方面：

一、市场结构分类的产业集中度标准

目前对特定产业尤其是制造业市场结构的研究,主要是依赖于产业集中度标准。在产业集中度的实证研究中,最早将不同竞争和垄断程度的市场结构细分为可操作的不同等级的竞争型和垄断型的经济学家是 20 世纪 50 年代产业组织学的先行者、美国学者 J. Bain 以及后来的日本学者植草益。J. Bain 通过计算规模最大的前几家企业的销售额占整个市场或行业的份额,以此将不同产业的市场结构分为高度寡占型、高度集中寡占型、中(上)集中寡占型、中(下)集中寡占型、低集中寡占型、原子型等八种类型。并且依据这一分类标准,对 20 世纪 50 年代美国制造业市场集中程度和市场结构进行了测定。由于 J. Bain 所采用的分类标准无法包括全部产业,而且把 $CR_4 < 30\%$ 或 $CR_8 < 40\%$ 作为原子型市场结构标准可能并不适合于其他国家特别是发展中国家的情况^①,日本产业经济学家植草益在 J. Bain 分类的基础上,根据 1963 年的统计资料,将日本产业市场结构粗分为寡占型($CR_8 \geq 40\%$)和竞争型($CR_8 \leq 40\%$)两类。其中寡占型又细分为极高寡占型($CR_8 \geq 70\%$)和低集中寡占型($40\% \leq CR_8 < 70\%$),竞争型又细分为低集中竞争型($20\% \leq CR_8 < 40\%$)和分散竞争型($CR_8 \leq 20\%$)。但是,这种集中度分类标准却忽视了企业之间的规模分布特征,也难以确切反映产业竞争的真实状况。例如,在 CR_4 相同的情况下,如果首位企业集中度非常高,且与第二位企业集中度差别较大,则会导致首位企业的主导型厂商行为;如果第二和第三位企业的集中度差别不大且集中度较高,而后续企业集中度较小,则会导致集团控制性市场行为;如果前四位企业集中度分布较为均匀,则企业间相互竞争性就较强。为了弥补这一缺陷,自 20 世纪 70 年代以来,许多国家相继采用赫芬达尔指数(简称 H 指数)作为市场结构分类标准。日本公正交易委员会曾采用赫芬达尔指数将日本 394 种产品的市场结构分为六种类型,即高位寡头垄断 I 型($H \geq 3000$)、高位寡头垄断 II 型($1800 \leq H < 3000$)、低位寡头垄断 I 型($1400 \leq H < 1800$)、

^① 美国一般计算前 4、8、20、50 位大企业集中度;日本主要计算前 3、4、5、8、10 位大企业集中度;英国主要计算前 5 位大企业集中度。

低位寡头垄断 II 型 ($1000 \leq H < 1400$)、竞争 I 型 ($500 \leq H < 1000$)、竞争 II 型 ($H < 500$)。按照这种分类方法,日本主要产品的 38.8% 属于高位寡头垄断型, 27.9% 属于低位寡头垄断型, 33.3% 属于竞争型。实际上, 尽管采用赫芬达尔指数作为市场结构分类标准, 既考虑了企业数的大小, 又考虑了企业规模分布的特征, 避免了以行业集中度 CR_n 作为分类依据的缺陷, 但是, 这种分类方法仍是粗线条的, 不能准确把握各产业内企业的集中与分散程度。20 世纪 80 年代初期, 日本公正交易委员会进一步以赫芬达尔指数为基础, 结合考虑行业集中度 CR_n 的差别和企业规模及数量, 对市场结构进行了综合性分类。这种分类方法考虑指标较多, 产业划分细致, 受到广泛的应用。应该说, 日本学者对产业集中度标准理论的发展有着重大贡献。之所以如此, 是与第二次世界大战后日本经济高速增长这一历史背景分不开。日本经济跃进的重要原因, 就是在分析产业结构的基础上, 成功实施产业政策的结果。

在国内, 依据行业集中度 CR_n 并结合考虑其他指标, 对市场结构进行综合性分类的实证研究文献近年来多了起来。毛林根 (1996) 最早利用 1985 年工业普查资料, 依据植草益 (CR_8) 和日本公正交易委员会 (H 指数) 分类标准, 对 98 个工业小类行业的市场结构进行了研究。其基本结论是: 分散竞争是中国工业市场结构的主题和总体特征, 这种分散竞争型结构主要是由于大规模产业集中度过低造成的。需要指出的是, 由于毛林根所采用的数据过于陈旧, 其研究结论已经不能较好地反映当前中国工业市场结构的实际情况。盛斌 (1996) 在一项研究中, 根据卖方集中度 CR_n 以及其他指标将中国制造业的市场结构分为完全竞争型和垄断竞争型两种类型, 然而, 这种分析方法和数据存在着严重的缺陷。魏后凯 (2002) 根据中国制造业市场结构呈现分散化的特点, 首先采用 H 指数将市场结构分为六种基本类型, 即高度寡占型 ($H \geq 1800$)、低度寡占型 ($1000 \leq H < 1800$)、低集中竞争型 ($500 \leq H < 1000$)、分散竞争型 ($200 \leq H < 500$)、高度分散型 ($100 \leq H < 200$) 和极端分散型 ($H < 100$)。在此基础上, 再根据 CR_8 和企业数量大小, 将制造业进一步细分为 24 种市场类型。研究结果表明, 中国制造业 50% 以上的行业处于高度分散状态: 在大规模行业中, 极端分散型结构有 76 个产业, 销

售额占制造业的 52.1%；在中规模行业中，产业数和销售份额分布呈现典型的金字塔结构， H 指数越小，产业数和销售份额就越多；在小规模产业中，产业数和销售份额分布呈现出“菱形”结构，即中间大、两头小。在大、中、小规模行业中，分散型结构（ H 指数在 500 以下）都占主导地位。潘克西（2002）在计算出美国 1965—2001 年和中国 1990—2001 年的煤炭行业集中度 CR_n 指标数据的基础上，通过比较中美煤炭集中度及其影响因素，对中国煤炭市场结构的定位，尤其是产业政策取向和企业重组扩张等诸多敏感问题进行了较为客观的分析和评价。余东华（2004）利用勒纳指数和行业集中度指标 CR_4 和 CR_8 ，实证分析了美国制造业市场集中趋势和作用机制，并指出市场竞争和政府反垄断政策是影响美国制造业市场集中的两大基本力量。贺继红（2005）在分析中国汽车产业集中度现状和原因的基础上，结合中国实际情况，指出了未来中国汽车产业集中度变动趋势及特点。徐康宁（2006）通过建立相关的模型和数据测算，分析中国钢铁产业集中度和空间布局的变化，发现中国钢铁产业的生产集中度和空间集中度不仅很低，而且在 2001 年以来还在不断降低。

上述研究文献已表明，多数学者采用最早由 J. Bain 提出的 CR_n 指标来测度产业集中度，也有的学者是以 CR_n 指标为基础，并结合其他集中度指数来综合反映产业集中水平。需要说明的是，由于不同学者所使用的测度方法不同，因而得到的研究结果也存在一定的差异。从理论上讲，目前尚未选出测度产业集中度的最合适指标体系。

二、产业集中度与产业绩效的关系

市场结构和产业绩效之间的关系研究一直是产业组织理论的重要研究领域。20 世纪 30 年代，美国哈佛大学的 Mason 教授在对市场有效竞争的研究中，提出了从产业绩效的角度来判断市场有效竞争的所谓“市场绩效基准”论。随后，Mason 和弟子 J. Bain（1951）发表论文指出，产业集中度与绩效之间存在着一定程度的正相关关系，判断一个行业是否具有竞争性，应该看这个行业市场结构是否高度集中，是否实际上由一个或几个寡头控制，并提出以利润作为测量垄断程度的标尺（makeup），使市场集中度指标成为分析市场结构和行为的重要因素，这

就是 J. Bain 范式的最初形式。J. Bain (1959) 出版了《产业组织》(Industrial Organization) 一书,详细论述了产业市场结构如何影响产业行为,继而产业行为决定产业绩效问题,并据此建立了著名的“结构—行为—绩效”,即 S—C—P 范式。该范式的基本逻辑就是从市场结构推断产业绩效。Scheler (1970) 在《产业市场结构和经济绩效》(Market Structure and Performance) 中进一步发展和完善了 J. Bain 范式。Weas (1974) 综述性研究也表明,无论如何度量利润率,从统计上讲,产业集中度都是利润率的重要决定因素,市场结构和盈利能力的这种正相关关系是我们推测集中度与盈利能力之间关系的第一个理由。20 世纪 40 至 60 年代, J. Bain (1956) 在市场结构中首次引入“进入壁垒”概念,并提出进入壁垒的四种形式:规模经济、必要资本量、绝对成本和产品差异化。他认为高集中度或高进入壁垒自身并不会带来高利润,而高集中度和高进入壁垒相结合才会带来高垄断利润。Mann (1956) 实证分析显示,高集中度、高进入壁垒与高利润率之间存在正相关关系。Baumol、Panzer、Willig (1982) 的可竞争理论认为,产业市场外部的潜在竞争很重要,如果新企业能够自由进入市场,则在位企业的“垄断力量”将不能产生超额利润。因此,产业集中度是使超额利润产生的必要而非充分条件,而进入壁垒是超额利润产生的主要因素。

总之,经济学家普遍认为,产业绩效与集中度之间存在正相关关系。但是,不同学者对这种关系的解释却存在着较大差异。一种观点认为,产业绩效与集中度之间的正相关关系是串谋等垄断因素影响的结果;另一种观点则认为,产业绩效与集中度之间存在的正相关关系是规模经济等效率因素影响的结果;前者称为传统共谋假说 (Tradition Collusion Hypothesis, 简称 TCH),后者称为有效结构假说 (Efficient Structure Hypothesis, 简称 ESH)。TCH 认为,集中度高的市场将导致不完全竞争,降低大企业间的共谋成本,使其能够运用市场力量(如提高价格)获取超额利润;ESH (Demsetz, 1973; Peltzman, 1977) 则认为,高效率的企业会具有更先进的管理及生产技术,能够降低成本增加利润,故在竞争中能够取得更大的市场份额,最终使整个行业的集中度提高,市场结构与产业绩效之间并无内在的因果联系,市场结构与

产业绩效是由效率共同决定的。

我国学者对市场结构和产业绩效之间的相关性也进行了比较深入的研究,但是专题讨论产业集中度与绩效的研究文献为数不多,尤其是理论研究文献不多。多数研究文献集中于实证研究方面,并且实证研究也越来越受到学者们的关注。殷醒民(1996)通过对国内外产业集中度的简单比较之后认为,中国产业的市场集中度相对较低,不存在垄断因素,集中度提高是规模经济效率的体现。戚聿东(1998)通过对中国产业集中度与产业绩效之间关系的实证研究表明,集中度与产业绩效之间的正相关关系不是绝对的,只能存在于一定规模区间范围内,超过这个范围,这种关系就变得不规则;并且在一定范围内这种相关关系成立的决定因素是由于规模经济所导致的单位成本费用的降低、技术进步以及创新的结果。魏后凯(2003)对我国产业集中度的动态变化进行了讨论。他根据一些国家的经验,提出了产业集中与经济发展之间的倒U型假说。该假说认为,随着工业的不断演进,大企业因具有多方面优势而获得迅速发展,由此导致产业集中度日趋提高。当经济发展进入成熟阶段,工业化达到较高水平,产业集中度将逐步趋于稳定,并进而在随后的阶段中趋于下降。陈志广(2004)基于中国制造业的层面数据的实证分析之后认为,垄断因素和绩效因素的混合作用,形成了中国制造业利润率与产业集中度、市场份额的显著正相关关系。刘小玄(2003a)采用1995年全国工业普查数据实证检验了中国转轨经济中产权结构与市场结构对产业绩效的影响,结果显示,竞争市场(较低市场集中度)与较低的国有企业产权结构相结合会产生良好的绩效,与较高的国有企业产权结构相结合则产生了不良的绩效效果;较高的国有产权结构与垄断性市场(较高市场集中度)结合则具有国有结构的负效应和某种程度的国有垄断利润的综合效果。刘小玄(2003b)进一步研究发现,在不同市场结构条件下,国有企业的行为是有差异的。在垄断竞争市场,国有企业目标是以销售收入最大化为主要形式;在一般竞争市场上,则是以费用支出最大化为目标模式;这两种行为模式都是以追求经营者利益最大化为目标。

可见,我国学者在借鉴国外研究成果的基础上,对相关产业尤其是

制造业的产业集中度与产业绩效问题进行了较为深入的研究,并且得出了与西方学者研究结论并不完全相同的研究成果。这对于我国相关产业结构的调整和产业结构政策的制定具有一定的指导意义。当然,汲取这些研究中的有益成分,对于基于产业集中环境下研究我国航空工业上市公司融资结构与绩效问题无疑具有很好的借鉴意义。

第二节 关于企业融资结构问题研究的理论综述

融资问题历来是财务管理学研究的核心问题,近年来受到产业经济学家的关注,其中企业特别是上市公司融资偏好行为和融资结构问题已成为经济学家研究的焦点问题。

一、企业融资偏好问题的研究^①

最早探讨企业融资偏好行为问题的学者是 Myers 和 Majluf (1984)^②。1958 年, Modigliani 和 Miller (1958) 提出影响深远的“MM”理论;之后, Jensen 和 Mcekling (1986)、Warner (1977) 和 Myers (1984) 等人就在“MM”理论研究的基础上提出了平衡理论 (Tradeoff Theory)。该理论认为,企业融资决策的实质是综合考虑诸如免税优惠收益、因陷入财务亏空概率上升而导致的各种成本等多种因素权衡的结果。企业融资结构的选择就是通过诸如免税收益等各种信号传递来组织实施,投资者也正是借助于这些信息来评价企业优劣并调整自己的投资 (Leland, Pyle, Ross, Myers, Majluf)。1984 年, Myers 和 Majluf 进一步指出,在有效率资本市场和信息不对称前提下,依据成本最小化原则,企业对不同融资的方式选择存在如下偏好顺序:首先选择

^① 在一定时期内,企业融资偏好、融资结构以及融资模式之间具有密切的联系。一般情况下,股权融资偏好的企业,其融资模式表现为英美模式(股权融资模式);负债融资偏好的企业,其融资模式表现为日德模式(负债融资模式);融资结构可以通过融资偏好的外在化从而间接确立融资模式类型;而融资模式类型也从某种程度上反映了企业融资结构和融资偏好状况。

^② 1999, Shyam-sunder 和 Myers 运用新融资优序模型再次证实“啄食融资顺序”理论的正确性。

无交易成本的内源融资，其次选择交易成本较低的债务融资，对于信息约束条件最严并可能导致企业价值被低估的股权融资则被企业排在末位。据笔者掌握的资料，这可能是对企业融资偏好所做系统分析的最早记录，即 Myers 和 Majluf 著名的“啄食”融资顺序理论（Pecking Order Theory）。^①

从某种意义上说，在信息不对称情况下，Myers 和 Majluf 系统地将现代企业资本融资理论中的平衡问题转化为结构或制度设计问题，提出了企业融资决策时偏好于融资成本相对较低的融资方式，并且强调信息对企业融资方式选择的影响，这比各种使用均衡方法寻求企业最优融资结构的主流理论有所进步。此后众多学者分别从代理成本、财务契约和控制权配置等方面为企业融资顺序安排提供了各种不同的理论解释（汤胜，2003）；也有不少学者分别在不同国家对“啄食”融资顺序理论进行了验证。实证结果发现，“啄食”融资顺序理论在美国、欧洲等市场较为成熟的国家确实得到了企业的遵从。

然而，“啄食”融资顺序理论存在一个重大缺陷：它属于在特定制度约束条件下企业对增量资金融资行为状况的解释理论，不能够充分揭示在企业成长过程中融资偏好的动态变化规律。1998 年，Berger 和 Udell 指出，伴随着企业成长周期而发生的信息约束条件、企业规模和资金需求的变化，企业融资偏好也将发生变化。Berger 和 Udell 的观点在我国得到了验证。大量实证研究表明，在我国，企业普遍存在股权融资偏好（袁国良等，1999；黄少安和张刚，2001；黄贵海和宋敏，2002；原红旗，2003；李善民，2003；刘星等，2004），“啄食”融资顺序理论在我国并没有得到企业的遵从。

从已有的研究文献看，我国学者对企业融资偏好问题研究的对象主要集中于在深市和沪市上市公司范围内，大多数学者采用统计分析方法对上市公司的股权偏好行为分行业或不分行业进行实证检验，力图寻求企业股权融资偏好的原因。需要说明的是，对部分特殊行业股权融资偏

^① 必须说明的是，梅耶斯和迈基里夫（Myers & Majluf，1984）并没有提出“融资偏好”一词。