

现代



企业金融

证券市场下的企业投融资

魏成龙 / 编著

xiandaiqiyejinrong

中国经济出版社

现代企业金融

——证券市场下的企业投融资

魏成龙 编著

中国经济出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

现代企业金融/魏成龙编著. —北京: 中国经济出版社,
2000. 9

ISBN 7-5017-5027-0

I. 现… II. 魏… III. ①企业-投资-研究 ②企
业-贷款-研究 IV. F830.56

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2000) 第 45513 号

责任编辑: 刘一玲

封面设计: 谭雄军

2000/10/1

*
中国经济出版社出版发行

(北京市百万庄大街 3 号)

邮编: 100037

各地新华书店经销

北京艺辉印刷有限公司印刷

开本: A5 1/32 12.5 印张 330 千字

印数: 1—5000 册

2000 年 11 月第 1 版 2000 年 11 月第 1 次印刷

ISBN 7-5017-5027-0/F·3982

定价: 25.00 元

目 录

第一篇 企业一体化发展理论

第一章 企业一体化发展理论

第一节 企业一体化发展的合理性	(3)
第二节 企业一体化发展的方向	(13)
第三节 企业一体化发展的影响因素	(18)
第四节 投资行为	(26)
第五节 财务决策	(29)

第二篇 证券市场下的企业投融资

第二章 企业投资

第一节 时间价值	(33)
第二节 企业投资风险	(71)
第三节 资本预算	(99)

第三章 企业融资

第一节 资本结构理论	(132)
第二节 企业短期融资	(149)
第三节 企业长期融资	(167)

第四章 企业国际投融资

- 第一节 国际直接投资 (189)
- 第二节 国际融资 (222)

第三篇 证券市场下的企业发展

第五章 企业股利政策

- 第一节 股利政策 (245)
- 第二节 股利政策与企业发展 (256)

第六章 企业资产重组

- 第一节 资产重组的动因和风险 (263)
- 第二节 资产重组的主要形式 (279)
- 第三节 企业并购的操作 (310)
- 第四节 企业并购后的整合 (335)

第四篇 投资银行与企业资本运营

第七章 投资银行与企业资本运营

- 第一节 投资银行的功能 (345)
- 第二节 投资银行的业务 (356)
- 主要参考文献 (393)

第一篇 企业一体化发展理论

要 点

针对企业为什么会产生和企业规模为什么在不断扩大等问题，主要从理论上研究了企业一体化发展的合理性、发展的方向和影响因素等内容。

●企业一体化发展合理性

交易成本的节约

生产成本的节约

制度创新

●企业一体化发展的方向

纵向一体化

横向一体化

●企业一体化发展的影响因素

监督与所有权结构

代理问题的控制

隐含的契约性行为 and 声誉

●投资行为

组织形式与投资决策

代理关系和投资行为

资产结构与投资行为

●财务决策

第一章 企业一体化发展理论

本章将要讨论为什么会产生企业，企业规模为什么在不断地扩大、怎样扩大等问题。

第一节 企业一体化发展的合理性

一、交易成本的节约

交易费用经济学家的假设是：“与市场交易有关的成本导致了组织上的创新（即产生了企业一体化）以减少这些成本。”交易代表商品或劳务超过技术上的分离的界面进行转移（威廉姆森，1971，1973）。交易可能是顺利的，也可能由于当事人在商品和劳务的质量上无法达成一致意见而就交易的条件讨价还价。很显然，人们希望顺利地实现这种转移。这可以通过在交易者之间进行组织上的安排以满足各方的需要来达到。然而，组织（即企业）内部进行协调或交易管理的成本可能抵消了顺利地进行交易的好处。只有在市场上的交易成本大于企业的管理成本时，以企业代替市场才是有效率的。科斯的命题是“只要管理成本小于交易成本，企业就会取代市场来进行交易”。

（一）有限理性和机会主义

在市场环境下，如果具有竞争性的供给条件得不到满足，就会产生摩擦，这可以通过“合约”来避免。这些合约设想出将来所有可能发生的变化，考虑所有的可能性。然而，威廉姆森（1971，1975）认为，一些环境因素以及一些相关的人为因素会使人们在拟定、履行和强制执行这些合约时付出高昂的代价。正

是这些摩擦最终导致了交易是在企业内部而不是在市场上进行。威廉姆森指出,导致市场失灵的环境因素是环境的“不确定性”以及“少数交易参与者”之间的关系。这些因素如果和有限理性以及机会主义的人为因素结合起来,就会阻碍市场交易。

(二) 有限理性和不确定性

有限理性是指“人类大脑在处理信息以及系统地阐述与解决现实世界中的复杂问题上的局限性”。有限理性可以表现在计算能力上,可以表现在语言上。由于语言的限制而导致的有限理性指:“交易者无法通过运用具有契约意义的语言或符号对交易特性成功地进行交流。”计算能力和语言上的限制与不确定性结合在一起,就使得交易者无法拟定出一份完全的合约,或者使其代价过于高昂。而不完全的契约又使得签订契约的当事人暴露在机会主义行为的风险之下。因此,内部组织提供了一套有效的考察和监督程序,这套程序能够确定出契约性行为并扼制这样的机会主义,从而缓解对于拟定完全合约的迫切要求。企业的等级结构也促进了决策制定的专业分工,并且通过特异符号经济、信息收集与传播的专业化以及通过促进预期的一致,使交流费用得到节约。预期的一致用于减少不确定性,在独立的参与方对于变化的市场环境作出独立的决定时就会产生出这种不确定性。

(三) 机会主义和少数交易参与者

机会主义是指“运用诡计来寻求个人利益,包括逃避责任、欺诈以及其他非最优的行为”,它可能会涉及到对数据的曲解或者作出连自己都无法相信的承诺。

如果不是在少数交易参与者的条件下,机会主义倾向并不意味着市场是有缺陷的。众多的出价者之间的竞争会消除机会主义倾向。然而,当机会主义是在少数交易参与者的条件下,它就会产生交易上的两难境地。参与各方都会通过具有机会主义动机的陈述和无休止的争论来寻求对自己最有利的条件。为了避免在这样的过程中的讨价还价的成本和间接费用可以使这些交易者联合

起来。企业的等级结构允许企业选择激励与控制的技巧，因此有助于扼制机会主义。而且，等级制度可以通过命令的方式来解决少数交易参与者讨价还价的问题。克莱因、克劳福德和阿尔钦(1975)在专业化资产的情况下清楚地说明了机会主义与少数交易参与者所引起的问题。他们认为，资产专业化的程度越高，就越有可能在组织内部更有效率地进行交易。

一般而言，一项资产的生产能力随着生产过程中其他投入要素的专业化程度的提高而增加。然而，资产的专业化也增加了专业化资产所有人的风险，如果其他投入要素被撤回，那么补充性资产的所有人就会蒙受损失。其他投入要素（“独一无二”的投入要素）的所有者完全支配了专业化的补充性资产（“从属”投入要素或“依赖性”投入要素）的所有者，他们通过威胁要撤回其独一无二的投资，从而从生产过程中取得较大份额的收益，掠夺或“抢劫”从属资产的所有者。他们所有掠夺的金额是专业化资产的“准租金”的一部分。准租金是超过用于维持目前业务水平所必需的回报的那部分收益。如果不考虑利润，那么准租金就代表对沉没成本的收回。准租金值是未来准租金流的现值，等于当前的使用所产生的收益减去它在次高使用价值下的预期收益。一项从属资产准租金中可能被掠夺的专门的部分被称为复合准租金。如果从属资产的所有者没有追索权，那么他们就没有任何选择，只能听任自己的准租金掠夺至复合准租金。也可能存在互为补充性资产的情况，在这种情况下，每种投入要素的价值取决于其他投入要素的所有者的参与状况及行为。所有投入要素的所有者都有攫取可掠夺的租金的动机。

因此，投入要素的所有者积极地作出投资前的安排，以扼制攫取租金的行为，而提高共同使用资产的信心。他们会选择使交易成本最小化的组织形式，交易成本相对于联合使用资源所产生的独一无二的产出值越大，寻求一种节约的形式就越关键，尤其是在竞争性的行业中，成本节约对企业的生存是至关重要的。规

定明确的长期合同是解决这个问题的办法之一。另外一种解决办法是对补充性资产的共同所有权，这会导致成立联营企业，或者实现生产的纵向一体化或横向一体化。

契约性安排可能是陈述明确的、在法律上可以执行的合同，也可以是不十分明确的保证书，一旦发生了寻租行为，则执行这一保证，取消将来的业务。不过，一个灵活的合约还不足以阻止对租金的掠夺，而拟定和执行一个内容全面的合约的成本又太高，这些成本可能会超过由于减少了寻租获得的预期好处。即使合约能够枚举出所有的偶发事件并具有法律约束力，但其强制执行也可能需要提起诉讼并受到拖延。仅仅是诉讼的风险就可能给拥有大量可掠夺的准租金的投入要素所有人带来巨额费用。为了避免这些费用，这些投入要素的所有人可能会忍受其他投入要素所有人的掠夺。在可掠夺的准租金较少的情况下则更有可能使用公平交易合约。

如果可掠夺的准租金较多，共同拥有补充性资产就更为合适，如果资产 1 的所有者向资产 2（从属于资产 1）进行投资，那么刺激他们进行机会主义行为，也就是在将来要求资产 2 的所有者为继续使用资产 1 支付更多报酬的动机就要小一些。

二、生产成本的节约

交易成本以及管理和生产所达到的规模经济的程度决定了究竟是应该由个人来独立地组织生产并在市场上进行交易，还是应该由多人的企业协作进行经营。即使交易成本为零而管理成本为正值，那么企业（可能是单人企业）在其内部进行扩张也可能有利益，并自己生产所需的投入要素。

（一）团队生产

阿尔钦和德姆塞茨（1972）认为，企业的显著特征是与所有投入要素的契约性安排中的集权代理人并存的团队生产。团队生产的产出比团体中的各个成员分别独立地生产出来的产品的总和

要多，也就是说，团队生产具有协同效应。只有当团队生产的产出相对于单独生产的产出足够大时，才能证明组织和监督该团体中成员进行劳动是合理的，从而协作团体才能够延续下来。

团队生产增加的产出是协作的结果，并不能确定地归功于团体中任何一个成员。这样，就使得每个成员比在单独生产的条件下更容易躲避责任。团体中的一个成员躲避责任的成本要由所有的成员来分摊，而要想发现哪个人躲避责任却很困难。市场上潜在团体成员之间的竞争是一种缓解这个问题的力量，例如，一个外部的投入要素的所有者为了能在该团体中获得一个位置，他会比现在团体中的躲避责任的成员付出更多的投入或索取更少的回报，而一旦他成为团队中的一员，他躲避责任的动机并不会比团队中的任何其他成员少。阿尔钦和德姆塞茨认为，企业在采用团队生产方案时，已经设计出监督其员工躲避责任的行为的政策机制，但监督政策并不能完全消除躲避责任的现象。实际上，企业进行监督最多只能达到监督活动的边际收益（躲避责任的行为的减少）等于其边际成本的水平。为减少躲避责任的现象而采取的各种各样的监督活动及方案，最终导致企业选择不同类型的所有权结构。

按照阿尔钦和德姆塞茨的看法，两个同时发生的条件导致了古典的自由经济体制下的资本主义企业的形成。

1. 通过团队生产（在团队生产中，找出企业员工的躲避责任的行为的成本很高昂）提高生产力的可能性。

2. 通过观察和详细明确生产行为，经济地对投入要素的边际生产率进行估算的能力。

因此，古典企业的特征是团队生产以及监督所有共同投入要素所有专职监督者的存在。合约的集合授予监事很大的权力，因此，投入要素的所有者同意由监事监督他们，以提高生产效率，而这是符合全体所有人利益的。专业监事拥有制定纪律和执行纪律的权力，从而能够独立地修改所有的投入要素合约。另外，为

了补偿他们的劳动，他们被赋予了剩余资产要求权人的地位。这样的所有人——监事体系保留了出卖这些权力的权力。

（二）组织资本

企业的效率与生存还可能与它们在信息上的优越性有关。任何一家企业都可以把以前是独立的投入要素组合起来，以获得一定水平的产出。然而，一个拥有已经发挥作用的团队的雇主可能会获得更好的效果这并不是因为任何一种投入要素具有其内在的优越性，而是因为这位雇主对团队内部的投入要素的相对生产能力及其相互作用有更深入的认识。

普雷斯科特和菲瑟尔（1980）对阿尔钦和德姆塞茨的理论进行了扩展，他们区分出三种形式的信息，这三种信息被合称为“组织资本”：（1）将雇员分配到他们能够完成得最好的任务中所要用到的信息；（2）将雇员搭配组成团队所需的信息；（3）每个雇员所得到关于其他雇员或组织本身的信息。随着企业内部组织资本的积累，生产率也得到了提高。

因为这些信息资产专属于企业，因此企业中的雇员不可能无代价地离开企业。他们被束缚在企业中，因此企业和雇员之间存在一个明晰的长期合约是很重要的。这个合约反过来也促使企业和雇员在信息、技能和厂址选择上进行企业所专用的投资。

三、对企业一体化合理性的最新解释

企业一体化理论的最新发展更直接地集中于企业的制度方面，把企业的本质看作是对合约签订人起制约作用的长期合约的集合（詹森和梅克林，1976；威廉姆森，1985；以及阿尔钦和伍德沃德，1987，1988）。这种观点沿袭了交易成本有效性方法的传统，认为即便人们已经认识到团队工作总要涉及到契约性的限制（阿尔钦和伍德沃德，1987），企业的本质仍然是合约的集合而非团队工作。原因在于，组织的形式（特许经营、互助公司、合伙企业、联营企业等等）是由支配组成团体的人员与有形资产

之间特定关系的合约的集合所决定。阿尔钦和伍德沃德认为那些试图设定出企业的边界，把企业定义为任何特定的形式的做法都是没有什么价值的，更恰当的方法应是研究集团活动中的各种组织形式，以便理解不同的组织形式的由来与效果。因此，比企业更有意义的概念是“联盟”，所谓联盟是指受契约性关系的约束的资源所有者的集合。正如我们将要认识到的，把企业看作是“契约的集合”的观点，是作为对解释组织行为不同方面的各种理论的综合而出现的。

威廉姆森和阿尔钦、伍德沃德指出，团队生产总是产生出对契约性限制的依赖。开始各种投入要素的所有者为了能持续使用昂贵的、且长期存在而专属于团队活动的信息（共同拥有的知识）而组成了一个团队。团队生产的出现正是信息的昂贵成本及其耐用性的反映。除了要把组织本身组织起来以外，这个团体还要解决另外两个问题：监督团体中的资源，以便确保能够满足事先保证能够达到的生产能力的需要；以及防止发生潜在的团体中的成员违背最初订立的分享收入协议的事件。不同水平的监督成本和对机会主义的不同防御能力产生了不同的稳定团队生产的方法。为了更精确地确定出形成契约性约束的因素，阿尔钦和伍德沃德还区分了两种形式的机会主义“掠夺”和“道德风险”。

（一）掠夺和从属性（专业化）

只要当一项资源从属于（专业化）团体中的其他资源时，一些合约的签订者就会受到诱惑去掠夺从属性资源以获取其准租金。团体中的每一项资源都可能作出专门适用于该团体的投资，因此依赖于团体内部的其他资源，很容易受到掠夺。而且，在企业内部，价值是由团队生产（由组织资产）所创造出来的，因此，企业必须解决如何将创造出来的价值按比例地分配给每一个投入要素的所有者的问题。为了使这一按比例分配过程中所发生的成本最小化，就要找到合适的合约条件。

（二）道德风险与可塑性

当一方（委托人或投入因素的所有者）对另一方（代理人或投入要素的所有者）的行为具有依赖性，并且获取关于后者行为的信息要付出高昂的代价时，就会产生道德风险。在这种情况下，前者会更倾向于牟取自身利益。在企业这个环境中，在雇员与雇主、债务人与债权人之间的关系中，以及在资产所有人与非所有人管理企业资产的一般性问题中，都会产生道德风险。躲避责任、债务人（企业）增加资产的风险以及没有用足够的细心来管理非自己所有的资产，都是道德风险行为的例子。如果资源或投资的使用者可以任意支配这些资产或投资，阿尔钦和伍德沃德就称这种资产或投资是“可塑的”。当可塑性与高监督成本结合起来时，就可能产生道德风险的问题。

根据阿尔钦和伍德沃德的观点，由于可塑性和监督成本而产生的道德风险，以及由于团体专业化投资和投入要素所有人的信息而产生的掠夺行为，是产生被称为企业的一组契约性关系的两个关键性问题。

（三）所有权统一

从属性资源的共同所有权为防止掠夺行为提供了一种方法。而且，既然剩余资产的要求权人是资源所有人，那么在可塑性资源条件下的道德风险问题也可以通过所有权统一的方法来解决。然而，如果像在一家公司中那样，公司所有权是由许多人共同享有的，那么所有权统一也有其自身的问题。如果不是由全体所有人共同拥有企业全部的专用资源，例如，如果企业的一部分股东拥有企业的专业化资源而其他的股东却没有这项权力，或者一些非股东（例如企业的雇员）拥有企业专业化资源（技术、信息等），那么也会产生问题。

股东们可能无法在最佳的行动方式上达成一致意见，但这些困难可以通过使公司股份具有可转让性而得到解决，因为在有限责任下股东无需调查每个股东的财产状况，有限责任减少了与可

转让股份联系在一起的交易成本。

分散的所有权使股东、团体专业化资源的主要的所有者处于被机会主义行为掠夺的风险之下。因此，董事会作为团体专业化资源所有者的代理人便成为保护他们投资的一种措施。同时，对作为全体所有人的代表也需要进行监督，这种监督是由控制大额股份的某些特定的股东来执行的。由于这些大股东承担了由于投资缺乏分散化所具有的风险，因此必须要由“外部的”股东给予补偿。这种补偿可以采取对所有人（管理者）支付更高的薪水的形式以及从内幕交易中获得好处的形式来进行（德姆塞茨和莱恩，1985）。在威廉姆森和阿尔钦、伍德沃德的理论中，监督大股东行为的成本较高的企业，将会采取把主要股东作为企业的管理者的方式来组织企业。从另一个方面来说，如果这些股东仍然留在企业的外部，他们还可以通过进行频繁的接管活动来获利（尽管从他们所获利润与其投入的比例来说，他们可能并不比小股东所获得的利润率高）（肖莱弗和维斯尼，1986）。

（四）不完全的所有权统一

一般资源（独立的、非企业专属的资源）的所有者对控制权的重视程度没有从属性强的资源的所有者那么高。这是因为一般性资源的价值不受（或几乎不受）团体行为的影响。资源所有者之间的竞争将会促使他们签订合约。在合约中，企业专属资源的所有者由于更为看重控制权，因而会选择控制权，而一般性资源的所有者则会选择事先确定好的回报。因此，一般性资源的所有者就变成了“雇员”，他们把自己的服务出卖给对企业有依赖性的资源的所有者。

在很多情况下，雇员进行了企业专属程度很高的投资，并积累了要求获得未来收益的权利，因而他们希望在董事会中获得代表席位或者寻求其他使他们合约能够得以执行的方式。一般来说，任何资源一旦成为企业专属的，它就会寻求某种形式的控制权。工会代表全体雇员通过限制雇主掠夺企业专属资源所带来的

收益，以保护雇员的从属于企业的价值。然而，组织起来的工人或工人在董事会中的代表反过来可能会造成成员掠夺雇主准租金的风险，尤其是在重型制造业中，由于沉没成本的数额巨大，从而产生了大量的准租金，产生这种风险的可能性更大（伊波利托，1985）。企业通过提高财务杠杆使资金指定用于支付巨额的本息偿还，通过不拨付足够的资金给养老金计划以减小被雇员掠夺准租金的风险。

在有些企业中，劳动力对企业比资本对企业的依赖性更强。因此劳动力就会成为这类企业的所有者，就像律师事务所和会计师事务所那样，在这些事务中，管理人—董事—所有者形成了配合默契的团体，并且他们相互之间是高度依赖的。

许多企业的管理者，随着时间的推移可能会进行并积累了个人的企业专属投资。这将会引导管理者寻求对其企业专属投资的保护，例如他们会采取拥有更多的股份或者采取像金保护伞这样的防御措施（阿尔钦和伍德沃德，1988）。管理层收购也可以由管理者的这种愿望来进行解释。

依赖性不仅仅存在于直接协作的团体成员中。依赖于企业连续的服务活动和零部件供应的企业产品的顾客，也会成为企业专属资源的所有者。这种依赖性，当它变得占据主导地位时，可能会导致企业走向“互助公司”的组织形式（经常出现在银行、保险公司和乡村俱乐部等团体中）。在这种情形下，消费者便拥有了企业。两个相互依赖的企业，例如分包商和主承包商，将会创造出一个有契约性关系的联盟。他们的资源可能是为他们所分别拥有的，但这些资源之间却是互相专属于对方的。在这种情况下，各方都想在另一方的董事会中取得代表席位或者能影响对方的董事会。但利益冲突可能会增加分裂与不和，从而提高了决策成本。

当所有相互依赖的资源的所有权并未实现完全统一时，则需要由可靠的承诺来提供保护，使它们免受机会主义的侵害。例