

王凤荣 / 著

# 金融制度变迁中的 企业成长



经济科学出版社

# 金融制度变迁中的企业成长

王凤荣 著

经济科学出版社

责任编辑：吕 萍 马金玉

责任校对：董蔚挺

版式设计：代小卫

技术编辑：李长建

## 金融制度变迁中的企业成长

王凤荣 著

经济科学出版社出版、发行 新华书店经销

社址：北京海淀区阜成路甲 28 号 邮编：100036

总编室电话：88191217 发行部电话：88191540

网址：[www.esp.com.cn](http://www.esp.com.cn)

电子邮件：[esp@esp.com.cn](mailto:esp@esp.com.cn)

北京密兴印刷厂印装

880×1230 32 开 11.25 印张 290000 字

2002 年 11 月第一版 2002 年 11 月第一次印刷

印数：0001—3000 册

ISBN 7-5058-3224-7/F·2584 定价：18.00 元

(图书出现印装问题，本社负责调换)

(版权所有 翻印必究)



## 作者简介

王凤荣，女，1969年10月生，经济学博士，现就职于山东大学经济研究中心。

王凤荣博士主要致力于理论经济学、金融制度与经济发展问题的研究，并广泛涉猎现代企业理论、证券投资和资本运营等领域。在国家和省级刊物上发表论文三十余篇，出版专(合)著六部，从事课题研究十余项。主要著作有《创业资本的制度创新分析》、《中国企业并构理论与实证研究》(合著)、《证券投资技巧与避险策略》等。

**图书在版编目 (CIP) 数据**

金融制度变迁中的企业成长/王凤荣著. —北京: 经济科学出版社, 2002.11

ISBN 7-5058-3224-7

I. 金… II. 王… III. 金融制度 - 关系 - 企业经济 - 经济发展 - 研究 IV. ①F830.2②F270

中国版本图书馆CIP数据核字 (2002) 第 079486 号

## 序

《金融制度变迁中的企业成长》是王凤荣博士在其学位论文的基础上写就的一部学术专著。企业理论、制度变迁理论和金融理论都是现代经济学研究的前沿领域，发展很快，成果不少。国内学者也投入了很大热情和精力，取得了可观的成果。近年来，我所见到的、在这些方面选题的博士论文不少。但是把这三者结合起来、选题做博士论文的不多。所以，我第一次见到王凤荣的博士论文时，就有了兴趣。

从一定的意义上说，现代市场经济是金融主导的经济，金融市场是整个市场体系的核心。金融业本身早已发展成为一个重要产业，同时它又是其他产业发展和企业成长的条件。企业成长与金融密切相关，二者的关系可以从不同角度和层面加以考察。王凤荣博士在她的著作中，主要从金融制度的角度研究企业成长。其核心观点是，企业成长的金融实质是企业追求实体价值最大化与虚拟价值最大化之间既统一又对立的矛盾运动。企业成长的过程也就是这一矛盾运动过程。对这一过程的描述和分析构成该书的逻辑主线：实体价值——虚拟价值脱胎于实体价值而显性化并作用于企业实体价值增长——虚拟价值脱离实体价值而过度膨胀——虚拟价值回归、收敛于实体价值。并且以金融制度变迁及其对企业成长的影响为另一条分析路线，对比分析银行主导型金融制度和市场主导型金融制度对企业成长方式、成长质量和成长速度的影响。这两条逻辑主线在书中很清晰，而且相辅相成。经济虚拟化是现代市场经济的重要特征，导致虚拟化的因素可能不是惟一的，到底有哪些因素、各自如何和多大程度上导致虚拟化，还是有待深入研究的课题。不过有

一点可以肯定，金融市场的发展和金融制度的变迁是导致经济虚拟化的最主要的因素之一，甚至可以说是最主要的因素。经济虚拟化表现在经济的各个方面，也从不同方面影响经济运动。企业价值虚拟化并在虚拟中运动和成长、时而主动时而被动地追求虚拟价值增长，是现代金融背景下企业生命运动的基本特征，具有非常重要的研究价值。王凤荣博士在她的著作中所研究的这些问题，对于推动金融与经济发展具有重要的理论和现实意义。

该著作在以下几个方面的创新是值得关注的：

首先，该书从金融制度变迁的角度对经济增长的微观机制——企业成长问题进行理论和实证分析，探讨金融制度安排对企业成长的作用机理，及其从长远看企业成长与金融制度变迁的共生关系。在此基础上，考察分析我国企业成长的金融背景，探讨促进企业效率成长的金融制度安排。从现有的理论基础来看，关于金融发展与企业发展的研究是相对分开进行的。本书立足于马克思主义的基本理论和分析方法，借鉴现代西方经济学的前沿理论，采用逻辑分析和历史分析相结合的方法，借助于定量分析模型，深化了对企业成长问题的研究。

其次，提出“企业价值的二元化——实体价值和虚拟价值”假说。既有的关于实体经济与虚拟经济关系的研究，大多集中于宏观层面二者的渊源与互动关系，关于实体经济与虚拟经济的微观基础的讨论还不多见。该书分析企业二元价值的矛盾运动，探索企业价值二元化的历史演变、互动和效应。既有范畴的创新，又有研究的深化。

第三，提出了一些新的理论观点。例如：认为企业成长的金融实质是企业追求实体价值最大化与虚拟价值最大化之间既统一又对立的矛盾运动。这是该书的核心观点。既有的理论研究，在宏观方面，金融深化理论带着深厚的新古典经济学气息，强调的是金融发展的效率，而对其安全性却没有关注。其他学派如物质经济学派、新制度学派、新结构学派等也是在效率和传导机制上与其有不同观

点。中观方面，金融制度模式的讨论更接近问题的全面性，从效率、传导（治理行为）、安全性等各方面分析两种模式的利弊得失。而微观层面，公司金融理论则是从企业融资结构出发，沿着结构——行为——绩效的范式，将债权、股权作为两种契约或两种规制结构，注重的是技术分析。该书则试图探索经济金融发展中的两个根本问题——效率与安全的微观互动及生成机制；从金融制度对经济、企业发展的作用角度，明确提出适应性金融制度——主动性金融制度——先导性金融制度梯次变迁观点；在对企业目标的既有观点进行评判的基础上，提出企业目标应该是实体价值与虚拟价值实现良性互动基础上的价值最大化；从更全面的视角分析了虚拟价值回归了实体价值的渠道，将价值回归分为主动渠道和被动渠道，即经济的硬着陆方式和软着陆方式，拓展了有关经济安全问题的研究。

当然，作为探索性的学术著作，该书还有不足或深入研究的空间。例如：一些概念还需要进一步提炼和准备界定，例如“组织”与“制度”及其关系、“适应性金融制度”和“主动性金融制度”及“先导性金融制度”的区分等。不是说作者没有对这些概念进行界定，而是说应该尽量准确；书中关于金融制度与企业成长关系的分析和企业二元价值矛盾运动的分析及其结论，是否具有一般意义？相对于现代股份公司来说，书中的分析及其结论是成立的。而相对于其他形式的企业而言，金融制度与企业成长的关系及企业成长的价值运动，至少是与现代股份公司不同的。这显然是一个需要更深入研究的问题。我知道王凤荣博士还在继续她的研究，相信她会取得更好的成果。

山东大学经济研究中心主任 博士生导师 黄少安

2002年9月于济南



## ABSTRACT

This book works on some theoretical and empirical subjects on the firm growth in terms of financial institution transition. How does financial institution pattern affect the firm growth, and, hence, the economic growth? What's the mutual relationship between the firm growth and financial institution transition in the long run? Its core views are the following. The financial essence of the firm growth is a contradictory movement between maximizing substance value of the firm and maximizing virtual value of the firm. The process of the contradictory movement lies in the fact that substance value exists all by itself before virtual value and virtual value is born out of and contributing to substance value, virtual value deviates from substance value and booms unduly, and in turn virtual value regresses to substance value. What is embodied in the contradictory movement is transition of financial institution. It can be viewed from two angles. One is a historical path—from following financial type to positive financial type and then to leading financial type—, and the other is an empirical path—from financial repression to financial liberalization. These above views are developed in the following seven chapters.

Chapter one reviews the existing research on the growth of the firm and proposes a new analytical framework. It explores the theoretical and logical origin of different value forms of the firm and puts for-

ward an important hypothesis—value duality of the firm. This chapter serves as the cornerstone and background of following chapters.

Chapter two discusses the financial institution foundations of the firm growth in a macroeconomic context. This chapter deals with two fundamental dimensions—one vertical and the other horizontal. The former concerns the historical evolution path of financial institution. Along this dimension my discussion shall focus on three stages of development of financial institution: following financial type, positive financial type, and financial leading type. Different financial types have different functions on economic growth. Among them only modern financial institution (financial leading type) has all of the following functions: pricing, mediating, allocating and arbitrating. The latter concerns the different effects on economic growth not only between bank-based system and market-based system, but also from financial repression to liberalization.

Chapter three discusses the endogenous function of financial institution in a microeconomic context and explores the relation in terms of firm finance between financial process and the value of the firm. First, regarding financial contract and capital structure as exogenous variable, it expounds how capital structure affect capital costs, the firm value and restrictive mechanism on adverse selection. Second, regarding financial contract and capital structure as endogenous variable, it researches on the logic of securities designed and the reduction of moral hazard. Third, based on international comparison of enterprise capital structure and governance model, it points out both of the above models which in practice have their advantages and disadvantages.

Chapter four further looks into the financial process of firm growth in terms of investment. It first analyzes two types of the firm growth—the internal path and the external one, each of them having

different realized conditions, and different macroeconomic and microeconomic performance. Then, in order to establish the methodology of empirical study on the pair of the categories, substance value and virtual value, it reviews and analyzes the measurement methods of firm's growth performance.

Chapter five reveals that virtual value booming unduly would result in financial divergence and economic bubbles. Distinguished from the former chapters which discussing the efficiency effect of financial institution, this chapter mainly discusses the security effect of financial institution. Firstly, it analyzes financial divergence in terms of institution and institution transition and the market mechanisms—how financial bubbles come into being—and the appropriate measure of the financial bubbles. Secondly, based on looking into the phenomena that virtual economy deviates from substance economy, it makes up a process that the enterprise virtual value deviates from the enterprise substance value. Finally, it probes the micro—mechanism of the virtual value regression to the substance value.

Chapter six analyzes financial reasons for performance difference in enterprise growth and economic growth. On the basis of studying two prototypes, the “relationship-based” system and the “arm's length” system, and their pros and cons, it looks into how different financial systems affect the efficiency of the firm growth. Then it explores the transnational growth of the firm in financial globalization. At last, it researches on formation, operation and economic effect of venture capital in terms of compatible innovation of financial institution, and gives a financial explain to the booming up of IT industry and American new economy.

Chapter seven analyzes the relation between transformation of financial institution and the firm growth in China. First, it discusses

how transformations of financial institution result in changes of enterprise capital structure and growth path. Then, it looks into some problems about dynamic relation between enterprise substance value and virtual value in our country. Finally, it gives some suggestions to our country's reality, such as setting up hybrid financial institution to spur economic growth in the long run, squeezing economic bubbles out of securities market, deepening capital market, setting up mechanism of venture capital, etc.

This book has some contributions and innovations. First, it attempts to explain the theory of the firm growth from a new start point. The existing researches on financial development and firm growth are independent from each other. Based on analyzing how financial institution pattern affects the firm growth, we discuss the mutual relationship between the firm growth and financial institution transition in the long run. Second, it puts forward a hypothesis, value duality of the firm—substance value and virtual value. Third, it betters some theoretical studies: (i) pointing out three types of financial institution—following type, positive type and leading type, (ii) summarizing the related research on the firm growth to technological dimension, institution dimension and organizational dimension, (iii) proposing a synthetic view of firm's goal as value maximization on the basis of sound interaction between substance value and virtual value—rather than as profit maximization or market value maximization merely, (iv) putting forward that financial contract and capital structure have dual characteristics, fund and governance, and (v) improving the study of the economic security, discussing not only the passive path of the virtual value regression to the substance value, but also the positive one. Finally, it uses and innovates several approaches. On the one hand, based on the method of Marxism and making use of Information

Economics, it gives a qualitative analysis on substance value and virtual value. On the other hand, it uses Game Theory and Net Present Value Theory for reference to give a quantitative analysis on them. Meanwhile, an appropriate change from monetary analysis to financial analysis is another feature of this book.

## 中 文 提 要

本书从金融制度变迁的角度对经济增长的微观机制——企业成长问题进行理论和实证分析，探讨金融制度安排对企业成长的作用机理，及其从长远看企业成长与金融制度变迁的共生关系。本书的核心观点是，企业成长的金融实质是企业追求实体价值最大化与虚拟价值最大化之间既统一又对立的矛盾运动。对这一矛盾运动的历史描述和现实分析构成本文的逻辑主线：实体价值——虚拟价值脱胎于实体价值而显性化并作用于企业实体价值增长——虚拟价值脱离实体价值而过度膨胀——虚拟价值回归、收敛于实体价值。同时，以金融制度变迁为隐线，沿着金融对经济的作用从适应性阶段到主动性阶段再到先导性阶段梯次演进的历史逻辑路径，以及从金融压抑到金融深化再到金融全球化的经验路径，对比分析银行主导型金融制度和市场主导型金融制度对企业成长方式、成长质量和成长速度的影响。金融制度的变迁和比较分析体现于企业实体价值和虚拟价值的矛盾关系之中。

第一章是对企业成长理论的总括性描述。该章从评析现有企业成长理论切入，基于对企业的历史成长与金融制度演进路径的粗线条描述，揭示企业价值的二元化——实体价值与虚拟价值出现的理论逻辑渊源，并由此进一步提出了企业目标的二元化假说这一基本命题。该章是以后各章叙述和推演的理论铺垫与背景描画。

第二章从宏观层次上讨论企业成长的金融制度条件，或者说是金融制度变迁的企业成长效应。沿着由表及里的叙述逻辑，该章首

先对金融制度的演进路径进行历史描述，接下来进入金融作用机制的推导和分析。本章对金融制度变迁的考察是在两个维度上进行的。在纵向方面，本章的一个主要观点是，以货币形式演变为主线的金融制度变迁，最终拓展和超越了货币的作用边界和作用方式，在全新的意义上对经济发展和企业成长发挥着定价功能、媒介功能、配置功能和套利功能。在横向方面，我们考察了不同金融制度的经济增长效应，这种差异既体现在不同金融制度结构（银行主导型和市场主导型）之间的比较上，也体现在发展中国家从金融压抑到金融深化的动态变化上，由此预示金融制度的个性差异和企业成长效应差异，从而构成本书以后各章的一个重要伏笔。

第三章从微观层次上揭示金融制度对经济增长的内生作用机制，即从融资角度阐述企业金融过程与企业价值的关系。企业运营表现为企业经营者与投资者之间签订和实施融资契约的过程，融资契约的集合即为融资结构。本章在理论上明确论述了融资契约与融资结构的“二重性”命题，即资金属性与规制属性。资金属性与资本成本相对应；规制属性与代理成本相对应，企业追求价值最大化的过程进而分解为追求资本成本最小化和代理成本最小化的过程。对此，第一节将融资契约和相应的融资结构作为外生变量，从理论上说明融资结构对资本成本进而对企业价值的效应，以及对逆向选择的制衡影响。第二节将融资契约和相应的融资结构作为内生变量，研究其设计的逻辑及其缓和道德风险的制度安排。第三节是融资结构与治理机制的经验分析和国际比较，指出实践中的企业融资和治理模式都是镶嵌在一定的制度环境中，各有自己的优势和劣势。

第四章继续在微观层次考察企业成长的金融过程——投资环节，即成长路径和成长绩效问题。从实体经济角度看，企业成长作为追求价值最大化的过程，融资环节是企业成长提供必要的金融资源，而将金融资源和其他资源优化配置投入到有正净现值的项目中去，获取正的利润才是企业成长的具体实现。对正净现值项目的

投资, 可以是通过企业内部原有项目的继续扩展或新建方式, 也可以采取企业外部并购方式, 前者是内部成长路径, 后者是外部成长路径。二者各有自己的实现条件, 并且具有不同的福利效应和绩效。本章首先在区分规模导向性内部成长和技术导向性内部成长的基础上, 重点论述了实现后者的环境条件和过程条件, 说明企业内部成长是一定金融制度环境条件下企业货币资本、生产资本和商品资本的动态循环过程。其次, 对外部成长路径的分析是在与内部成长路径的比较中展开的。内部成长主要是通过对生产要素的单个吸纳、配置而进行的, 其活动主要在商品市场上。与此不同, 外部成长主要是通过对生产要素的集合(企业)一次性交易内化到企业而进行的, 其活动主要在资本市场上。因而, 外部成长与内部成长具有不同的企业价值增长效应。本章最后对成长绩效的度量分析是对实体价值和虚拟价值范畴的量化研究, 试图在理论范畴与经济现实之间建立结合点, 从而呼应前文的理论论点, 铺垫后面的经验分析。

第五章转承前面虚拟资本与实体资本互动的积极影响和效率(经济增长)效应命题, 揭示虚拟经济过度膨胀而导致的金融异化和金融泡沫及其安全效应。这种论述视角的转换是由虚拟经济和实体经济的内在矛盾及演进路径决定的。本章首先从制度和制度变迁角度对金融异化进行分析, 探讨金融泡沫形成的市场机理及其适度性度量; 随后在总体考察虚拟经济与实体经济的背离状态的基础上, 模拟一个企业虚拟价值脱离实体价值而膨胀的过程, 剖析虚拟价值过度膨胀对资源配置和制度变迁的不利影响; 最后, 探讨虚拟价值向实体价值回归的微观机制。本章的创新之处在于将价值回归分为主动渠道和被动渠道, 对东南亚金融危机的起因进行了再剖析, 并提出了主动回归的微观渠道在于效率型企业成长这一重要命题。

第六章由效率型企业成长命题入手, 探索导致企业成长和经济增长差异的金融动因。在本章, 我们试图论证和归结本书的一个核心观点: 基于社会经济发展需要而进行的金融制度创新, 会促进企



业效率型成长，有效增加国民财富和国家竞争力。为此，第一节从市场主导型和银行主导型两种制度的比较切入，首先考察不同金融/融资制度对企业效率成长的作用机制；随后从动态角度，阐述在金融全球化趋势下金融制度变迁对企业成长方式的整合——企业超国界成长。第二节从金融制度相容性创新的角度透视创业资本的生成、运行及效应。创业资本拓展了金融制度对经济资源的配置和整合效应，本质上是金融制度的相容性创新。这一创新的现实经验意义在于，创业资本机制的蓬勃发展为美国 IT 产业的崛起和美国新经济的繁荣提供了金融支持。

第七章是关于转型期中国金融制度变迁与企业成长的思考。金融制度变迁的逻辑与历史规律及中国经济改革的渐进式路径，决定着转型期中国金融制度发展与变迁的“市场化”取向。本章在考察我国金融制度作用变迁的基础上，着重讨论两个问题：一是关于企业成长背景的金融制度考察，即金融制度变迁的企业成长效应分析；二是对实现企业效率成长的金融制度演进路径与方式进行探讨，即企业成长的金融制度条件分析。这是前面几章有关理论的一个应用，也可以看做是本书的一个结语。