

中国企业投资融资管理研究丛书

A Series of Studies on Investment and Financing Management of China's Enterprises

丛书主编：齐寅峰

企业投资与融资的互动机制 理论研究

A Theoretical Study on the Interaction
Mechanism between Firm's Investment and Financing

覃家琦 / 著



经济科学出版社
Economic Science Press

中国企业投资融资管理研究丛书

A Series of Studies on Investment and Financing Management of China's Enterprises

丛书主编：齐寅峰

企业投资与融资的互动机制 理论研究

A Theoretical Study on the Interaction
Mechanism between Firm's Investment and Financing

覃家琦 / 著



经济科学出版社
Economic Science Press

**本丛书受到国家自然科学基金重点项目资助
(项目批准号 70232020)**

**The Series is Financially Supported by the Natural
Science Foundation of China
(Project No. 70232020)**

图书在版编目 (CIP) 数据

企业投资与融资的互动机制理论研究/覃家琦著.
—北京: 经济科学出版社, 2007. 6
(中国企业投资融资管理研究丛书/齐寅峰主编)
ISBN 978 - 7 - 5058 - 6324 - 8

I. 企... II. 覃... III. ①企业 - 投资 - 研究 -
中国②企业 - 融资 - 研究 - 中国 IV. F279. 23

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2007) 第 066761 号

总 序

本丛书汇集了国家自然科学基金重点项目“中国企业投资融资运作与管理研究”（项目批准号：70232020，研究期限：2003～2006年）的部分重要研究成果和发现。众所周知，国家自然科学基金重点项目是命题招标项目。本项目组从2001年冬季开始筹备，2002年春季提交申请书，同年夏季进行“二择一”的论证答辩，秋季荣获批准，经历2003～2006年的四年研究，将在2007年秋季鉴定验收，完成本项目的全部研究过程，自始至终历时六年整。

国家自然科学基金委管理科学部立题“中国企业投资融资运作与管理研究”，具有重要的理论意义和现实意义。企业投资和融资，尤其是投资，是企业的最重要的财务金融决策，关系到企业的生死和成败。企业是社会财富的创造者，因此，企业兴则国兴，企业衰则国衰。本项目的研究将会提高我国企业的投资和融资决策水平，促进中国企业管理的升级，提升我国企业的价值，加速国民经济发展，增强国家金融安全。就项目本身含义而言，从理论到实践，内涵是非常广泛丰富的，几乎包括了公司财务学（Corporate Finance）的全部内容。我们要研究的只能是其中的一部分，而无力研究其全部。我们提出的研究框架是，通过理论探索和实证研究，准确认知中国企业投资和融资的现状及问题，以制度变迁为背景，深入分析投资融资与环境及其内在因素的关系，并借鉴国际经验，探明问题成因，提出解决方案；力求在投资融资理论、投资和融资相互关系、投资绩效评价和融资成本估算体系方面有重要创新。

同时，我们还对关键术语进行了界定。项目申请和研究中所谓“企业”，乃指占国民经济主导地位的大中型企业，不包括金融服务业；所谓“中国企业”或“中国企业”是指在中国境内的非外商独资企业。本项目申请和研究中遵从公司财务学的界定，所谓“投资”，主要指实物资产投资，体现为资产负债表中国定资产或递延资产等原值的增加，即资本预算（Capital Budgeting），不包括证券投资。

根据以上研究框定，将课题划分为五个研究专题，其内容如下：

专题一：适合我国企业的投资融资理论与实证研究。本专题拟就我国企业资本结构、股利政策、投资融资行为及投资融资相互关系等方面，对各种理论学派进行比较研究；在比较时着重考虑各学派所强调的影响因素，同时也考察各因素对我国企业的影响程度，找出关键因素；在对经典企业的投资融资理论进行梳理并对中国企业的投资融资现状进行广泛深入调查研究和分析的基础上，考察经典投资融资理论在中国的适用性，构建适宜的投资融资理论分析框架，提供制度变迁背景下的符合中国企业投资融资运作与管理规律的理论性建议。

专题二：投资融资环境变迁对企业投资融资相互关系的作用机理研究。经典理论一般认为，在产品市场定价机制完善和资本市场完全，政府不直接干预经济活动的条件下企业投资融资相互关系表现为：企业的融资决策是以投资决策为主导的，而投资决策又以能融到足够资本为前提。中国处于高速的制度变迁过程中，尚不完全具备以上条件，企业投资融资相互关系具有特殊性。本专题不采纳从产品市场、资本市场和政府角色等单一因素研究对企业投资融资相互关系的影响，而是以这些因素的综合作为企业投资融资决策所遵循的竞争规则。

专题三：企业投资融资管理体系与投资融资环境的跨国比较与借鉴。本专题拟构建一个包括宏观环境和微观机制的影响企业投资融资行为的理论分析框架，以此为基础，拟对一定时期内的英美、日德、东南亚和东欧四类国家的企业投资融资管理体系和投资融资环境进行详细的分析，研究企业投资融资环境差异的原因，在此基础上研究投资融资环境对投资融资管理体系的影响。

专题四：企业投资绩效评价和融资成本估算体系研究。本专题关于投资绩效评价体系的研究拟以投资项目进展为线索，围绕投资绩效评价体系和融资成本估算体系的建立而展开；重点研究分别适用于事前、事中和事后的评价指标。其中，对投资绩效的评价主要关注投资项目的财务经济效益、战略效益、环境效益和社会效益。对融资成本估算的研究，不仅注重各种融资方式的直接成本，还注重各种间接成本。

专题五：中国企业投资融资管理（决策、运作与绩效）问题的案例研究。本专题将建立相关的案例库，构建系统而深入的案例研究体系。其主要内容包括对企业投资和融资的决策与运作的案例研究、企业投资融资相互关系的案例研究及企业投资绩效评价和融资成本估算的案例研究。

本重点项目，先后有近 50 位教师、研究员和在读博士生参与研究，形成了一个非常团结的、活跃的、有战斗力的科学研究团队。历经四载，项目组

兢兢业业，克服各种困难，终于很好地完成了预定研究任务，达到了研究目标。在理论研究、应用研究方面有大量深入的研究发现，在社会实践和人才培养等方面取得了重要成就，在项目管理方面也积累了一定经验。所取得主要研究成就简报如下：

一、学术成果丰富，研究发现创新性显著，获得有关专家和同行高度评价

在研究过程中，运用演绎推理、动态模型、结构方程、统计方法、定性与定量相结合等规范研究方法，取得了一系列高水平研究成果，获得国内外有关专家和同行的高度评价。研究成果的内容，由于篇幅的关系，不能在此报告。研究成果的形式扼要说明如下：

——撰写专著5部，组成本丛书，由经济科学出版社出版。

——在国际国内期刊，包括重要国际学术刊物 *Quantitative Finance* 和 *Economics Letters*，包括《管理世界》、《管理科学学报》等期刊发表论文70余篇。

——在国际国内学术会议，包括FMA、AEFA和Asian FA/MFA等最高水准的国际学术会议，和境内召开的国际和全国学术会议发表论文26篇。

二、开展了大规模问卷调查，建立了中国企业投资融资数据库等

围绕认知中国企业投资融资现状及问题这一研究目标，我们首先开展了大规模企业投资融资运作与管理问卷调查，调研的样本量和信息量目前在本领域均为世界之最。以此为基础我们编制了中国企业投资融资数据库，为研究中国企业的投资融资问题提供了第一手数据。另外，建立了中国投资融资法律法规资料库并梳理了企业投资融资制度的变迁。

（上述中国企业投资融资数据库，将于2008年1月15日开始出售使用权。读者凭本丛书各册所附的凭证换取一份择购权，执行价格优惠。）

三、深入研究中国企业的实际，建立了中国企业实践案例库，提出投资绩效评价和融资成本估算体系

与理论研究相呼应，对20多家的企业运作状况进行了详细深入的分析研究，并以此为基础撰写了研究案例库。对企业投资绩效评价和融资成本估算进行了研究，提出了适合我国企业状况的投资绩效评价体系和融资成本估算体系。

四、培养了学术研究队伍，造就了杰出人才

项目组大胆任用有潜能的博士生，培养了多名学术带头人和学术骨干。在项目研究期间，联合主持人刘志远教授获得教育部新世纪人才基金资助。项目主要研究人员中，9名晋升职称，成为教授或副教授。以项目研究为平台，共培养毕业博士生24名，他们在各自的工作岗位上发挥着关键性的作用。造就了一支活跃在学术舞台上的年轻队伍。

古志辉博士的毕业论文荣获天津市优秀博士毕业论文。他留校任教后,已晋升为副教授,他突出的科研能力和研究成果获得高度评价。

五、本项目建立了学术研究平台,大大促进了学科发展

本项目对南开大学商学院财务金融学科的发展起到了巨大的推动作用。在2006年1月中国企业管理研究会首次发布的中国高等学校工商管理研究南开大学商学院财务管理学科位列全国第二名。项目研究培养了实力雄厚的学术团队,开发了丰富的后继研究课题,为学科的发展奠定了坚实的基础。

六、国际学术交流与合作有成效

本项目积极开展了国际学术交流与合作,项目负责人赴国外宣讲交流研究成果,引起广泛兴趣和关注。后来,佐治亚大学著名的 R. Steuer 教授领导的团队加入了项目研究。5人次参加国外召开的重要国际学术大会,多人参加国内召开的重要国际学术会议。富氏学者和高级访问学者赴美,多人国外专家来校交流,建立了有效的国际学术交流与合作渠道。

七、社会服务颇有成绩

本项目注重把研究成果用于实践,为天津市政府、企业的投融资决策和提升管理水平做出了贡献。

以下对《中国企业投资融资管理研究》丛书做些说明。

由经济科学出版社出版的这套丛书,是由本项目组研究骨干成员所撰写的专门著作,是整个研究成果的一部分。其中一部分研究成果已用论文方式发表。根据国家自然科学基金的规定,同一项目的后续研究可在结题后3年内进行,可望今后还会有一定的研究成果问世。本套丛书由如下五部构成:

齐寅峰、李礼:《中国企业投资融资运作与管理——基于问卷调查与公开数据的研究》

刘志远等:《企业投资绩效评价与融资成本估算体系》

古志辉:《制度、制度变迁与企业行为:理论与实证》

何青:《企业融资政策与资本结构形成机理研究》

覃家琦:《企业投资与融资的互动机制理论研究》

现逐一简要介绍如下:

我和李礼在读博士合著的《中国企业投资融资运作与管理——基于问卷调查与公开数据的研究》是本项目专题一的部分研究发现和成果。全书篇幅较大,围绕着挖掘与分析中国企业投资融资运作与管理调研问卷数据库的主线展开,以调研数据为主要信息来源并与公开数据分析相结合,以实证研究为主,理论探索为辅,得出了诸多重要结论,力图全面准确地认知中国企业投资融资的现状以及问题,为本项目其他子课题的研究提供经验支持,也为

进一步研究中国企业投资融资运作与管理问题奠定了基础。

刘志远教授等著的《企业投资绩效评价与融资成本估算体系》是专题四的研究成果。在投资绩效评价体系方面,该书从时间维度和投资内容维度进行评价。分别表现为事前、事中、事后的评价和资产、项目、整体企业的绩效评价。其中,投资效率评价指标体系借鉴了经济学中的 Malmquist 生产率指数的多因子分解体系。在融资成本估算体系方面,该书将融资成本分解为直接融资成本、财务危机成本、代理成本和税务成本等,直接融资成本则包括成分资本成本与综合资本成本。

古志辉博士、副教授的《制度、制度变迁与企业行为:理论与实证》是专题二的部分研究成果,采用博弈论和数理经济学包括动态最优化等研究方法对制度和制度变迁的内在逻辑进行深入分析和探索,将企业看作是一个 N 人合作博弈。深入分析了企业行为与制度之间的互动关系,以我国经济转轨过程中的相关数据(1978~2002 年的公开数据)为样本,对理论分析结果进行实证检验,获得了令人满意的结果。根据中国和前苏联的转轨路径选择,通过建立动态模型进行了理论和实证研究,并进行了国际比较。

何青博士、副教授的《企业融资政策与资本结构形成机理研究》是专题一的部分研究成果。本书着眼于“企业现有股东财富最大化”。出于对这个目标的追求,认为企业对融资方式的选择总体上并没有特定的偏好;但从分配的角度看,不同的融资政策决定了企业创造的财富在国家、债权人和股东之间不同的份额,从而直接影响到企业现有股东的财富。企业的财务目标、融资方式和资本结构三者之间存在路径依赖。该书将各个行业内的企业划分为领导企业和跟随企业,详细探讨了两类企业资本结构形成的不同机理。

覃家琦博士的《企业投资与融资的互动机制理论研究》也是专题二的部分研究成果,对企业投资行为与融资行为之间的互动机制进行理论上的探讨。该套丛书首先将古典企业理论与新制度主义企业理论相结合,对企业的本质进行了重新认识;接着由企业的本质引发出企业投资融资问题,并细化为投资总额、管理结构、资本结构、融资结构、组织形态、治理结构、内部控制制度等密切相关的问题。在对这些问题进行了深入而独特的探讨之后,企业投资融资之间的复杂互动机制也随之得到揭示。

本丛书的读者对象包括广大理论工作者和企业高管人员、高校教师和博士生、硕士生和高年级本科生,以及其他对中国企业投资融资现状和议题感兴趣的人士。

近年来,在国际上对中国企业投资融资和资本市场问题的研究正形成热潮。研究中国的财务金融(Finance)问题,应该说中外学者各有所长。中国

学者植根于传统文化，经过改革开放的历程，会对现实问题有直觉判断和深邃的洞察，而外国学者则多具有更宽广的视角和较好的研究方法。

以笔者愚见，当今世界上流行的财务金融学理论皆源于美国。美国的两个领袖学术团体美国财务金融学会（The American Finance Association, AFA）和美国财务金融管理学会（The Financial Management Association, FMA）都已成为世界性最高水平的学术组织。理论来源于实践。随着第二次世界大战后美国经济的高速发展，广大投资者渴望搞清楚回报与风险的关系，促使 Markowitz 提出了投资组合理论，进而 Sharpe 等人在 20 世纪 60 年代初得出了资本资产定价模型。随后，期权交易已经红红火火，但投资者尚不知正在交易着的期权理论价值究竟几何。这种强劲的需求催生了 Merton 等人的期权定价模型。

改革开放以来，中国经济的飞速发展是有目共睹的。例如，GDP 近年来都以百分之十几的两位数增长。但 GDP 中形成资本总额的份额却超过了 40%。同时 GDP 的增幅远低于投资的增幅。因此，有人主张中国经济是投资拉动型的低效增长。一般而论，经济总量（包括 GDP）、外贸总额和外汇储备是度量国家经济实力的三项重要指标。这三项指标经过必要的调整以后，中国在世界上的排名会大幅降低。更不用说人均了。实现中华民族的伟大复兴是一个艰巨的过程。资本市场不可能脱离实体经济而孤立地发展。当中国经济真正强大了、当中国股市市值超过世界总市值的 1/3 时，中国的财务金融问题就不再是异象，而是具有普遍理论意义的议题了。可以预期，将有许多创新理论和方法从这里产生，并为世界所广泛接受。

尽管我们在课题研究中不遗余力，但受能力及其他种种因素所限，我们的研究工作会存在诸多不足和问题，恳请国内外同行批评指正。如果这套丛书以及本项目的系列研究成果能够对国内外同行产生一定的帮助，对我国企业投资融资理论研究和运作管理实践具有一定推动作用，那我们将欣喜若狂！

现在，到了该说致谢的时候了。作为项目负责人，具体领导从申请、研究、结题到验收的全过程，六年来历历在目，感慨万千。项目的顺利完成全靠这支优秀的研究团队。谢谢大家！

特别由衷地感谢古志辉博士、刘昕博士和李翔博士，他们的奉献精神和聪明才智为项目申请和研究的成功做出了突出贡献。

由衷地感谢项目申请主要成员中国工商银行总行詹向阳研究员、大庆石油管理局刘强高级会计师、中国证监会张为国教授及南开大学马君潞教授（联合主持）、刘志远教授（联合主持）、李志辉教授、汪平教授、戚安邦教

授、张双才教授。尽管由于种种原因有些成员未能亲身参与研究，但他们的指导性建议至关重要。正是这个团队赢得了本项目。

由衷地感谢项目组的主要研究成员黄福广教授、李莉教授、李礼博士、何青副教授和覃家琦讲师，他们在项目的研究中做出了重要贡献。

衷心地感谢项目组的研究成员王曼舒博士、李胜楠博士、陆宇建副教授、鞠英利博士、梅丹副教授、向冠春博士、田辉博士、陈国欣教授、张晓农副教授、张庆元博士，以及在读博士李洪海、程斌宏、张永贞、阮景平、高永岗、姜宝强、李胜坤、赵剑峰、郭伟昌、韩林、刘松和徐洁媛等，他们每个人都为项目研究做了一定的工作。

衷心感谢对项目申请和研究提供帮助和支持的各位朋友。

真诚地感谢国家自然科学基金委管理科学部特别是冯芷艳处长的指导，感谢南开大学校长和各位领导，尤其是社科处王功处长，以及南开大学商学院为本项目研究提供的条件和支持！

最后，还要感谢经济科学出版社的领导，尤其是纪晓津编审的大力支持！

齐寅峰教授（博导）

E-mail nkf858@126.com

2007年6月于南开园大梧桐树下

目 录

第一章 导论	(1)
第一节 本书的选题背景和理论意义	(1)
第二节 关于基本概念の説明	(4)
一、资产、资本、企业资产与企业资本	(4)
二、企业投资、融资及其互动	(6)
第三节 本书的研究方法、结构安排与主要内容	(8)
第四节 本书的主要贡献和创新	(10)
第二章 文献综述	(13)
第一节 企业理论	(14)
一、新古典企业理论	(14)
二、新制度企业理论	(15)
第二节 基于新古典企业的投融资理论	(17)
一、基于马歇尔企业的投融资互动机制理论	(17)
二、基于费雪企业的投融资互动机制理论	(18)
第三节 基于新制度企业的投融资互动机制理论	(19)
一、基于 Coase 企业的投融资互动机制	(20)
二、基于企业契约论的投融资互动机制	(20)
三、基于企业联合体的投融资互动机制	(22)
第三章 企业的本质及其对投融资的意义	(27)
第一节 生产、交易、市场与经济状态	(27)
第二节 契约、契约生成机制及相关命题	(29)
第三节 企业的本质	(34)
一、对新制度企业理论的重新思考	(34)

二、企业的存在	(36)
三、企业的定义及其本质	(43)
第四节 企业投融资及其互动机制：初步分析	(46)
一、企业价值过程与企业投融资的关系	(46)
二、企业投融资及其互动机制的初步分析	(51)
第四章 企业投融资及其互动机制	(55)
第一节 基本模型	(56)
第二节 投资经营预算、管理结构与内部资产配置	(60)
一、问题的提出与分析思路	(60)
二、对 Williamson 模型的扩展	(65)
三、管理结构、投资成本和经营支出	(69)
四、管理结构与经营收益	(80)
五、最优管理结构与最优投资经营预算	(81)
第三节 初始融资、组织形态与治理结构	(85)
一、问题的提出与分析思路	(85)
二、纯粹权益企业与权益契约安排	(90)
三、权益基础上的负债融资与组织形态选择	(97)
四、权益资本等额化与公司形态选择	(108)
五、融资顺序问题	(111)
六、企业治理及其与企业管理的互动	(113)
第四节 投资资产的特性对融资方式选择的影响	(119)
一、问题的提出与分析思路	(119)
二、资产专用性、可挤占准租与融资方式	(121)
三、资产依赖性、复合准租金与融资方式	(125)
四、资产可塑性、道德风险与融资方式	(127)
五、资产结构、融资顺序与融资结构	(129)
第五节 企业投融资契约的实际安排与内部控制制度	(130)
一、问题的提出与分析思路	(130)
二、投融资契约安排与企业内部控制制度	(131)
第六节 企业投资经营的实际进行及相关业绩评价	(143)
一、问题的提出与分析思路	(143)
二、匹配原理、调整成本与木桶效应	(146)
三、相关业绩评价	(149)

第七节 关于再投融资互动机制的简要说明	(162)
第五章 结束语	(166)
参考文献	(173)
后记	(184)

第一章 导 论

本章做了如下安排：第一节阐述本书的选题背景和理论意义；第二节对本书的重要概念进行界定；第三节介绍本书的研究方法、结构安排以及主要内容；第四节概括本书的主要贡献和创新。

第一节 本书的选题背景和理论意义

从2003年初开始，齐寅峰教授开始启动国家自然科学基金重点项目“中国企业投融资运作与管理研究”^①。笔者有幸从项目启动之初就开始参与项目，并承担专题二“投融资环境变迁对企业投融资相互关系的作用机理研究”的部分研究。该专题需要将宏观视角和微观视角相结合，前者涉及我国的投融资环境，后者则涉及企业内部的投融资相互关系。而如果要让二者之间的作用机理得到令人信服的揭示，我们必须首先揭示企业内部的投融资相互关系。为此，我首先抛开投融资外部环境，单纯考虑企业投融资相互关系。按照相同的语义分析，又必须首先单独研究企业投资和企业融资，唯有如此，方能奠定企业投融资相互关系的坚实基础。但是，这里的投融资主体，始终是企业，从而对企业的认识将决定对企业投融资的认识。因此，我们还必须将问题追溯到企业理论。

根据上述剖析，形成了如下研究进路：企业理论→企业投资理论和融资理论→企业投融资互动机制理论。这种研究进路事实上受到如下4篇文献的

^① 该项目包括如下五个专题。专题一：适合我国企业的投融资理论与实证研究；专题二：投融资环境变迁对企业投融资相互关系的作用机理研究；专题三：企业投融资管理体系与投融资环境的跨国比较与借鉴；专题四：企业投资绩效评价和融资支出估算体系研究；专题五：我国企业投融资管理（决策、运作与绩效）问题的案例研究。

深刻影响。在经典的 Modigliani-Miller^① (1958) 中, MM 首次比较严谨的证明企业投融资不相关。但 Miller (1988) 指出这种不相关的前提是费雪式的企业而非马歇尔式的企业。那么, 对企业的这种抽象在企业投融资研究中是否至关重要呢? Zingales (2000) 回答了这一问题: 对企业投融资行为的分析其实都以某种企业理论作为基础。这就使我们重新回到 Coase (1937) 对企业的追问: 企业是什么? 企业为什么存在?

仿照 Mauer-Triantis (1994), 如果将 $t-1$ 时期的投资活动集和初始融资活动集分别记为 $\{I_{t-1}\}$ 、 $\{F_{t-1}\}$, 将 t 时期的投资活动集和融资活动集分别记为 $\{I_t\}$ 、 $\{F_t\}$, 则我们还注意到, 在 MM (1958) 中, 企业其实已经事先存在并且属于成熟的上市公司, 他们的投融资其实是企业成立后再次实施某个项目而引发的。如果将此次投资和融资分别记为 $\{I_t\}$ 、 $\{F_t\}$, 而此前的投融资分别记为 $\{I_{t-1}\}$ 、 $\{F_{t-1}\}$, 则 MM 其实是假设 $\{\{I_t\}, \{F_t\}\}$ 和 $\{\{I_{t-1}\}, \{F_{t-1}\}\}$ 是严格独立的, 他们正是在此独立假设基础上证明投融资决策的不相关的。但是如果这种独立性不成立, 那么我们对 $\{I_t\}$ 和 $\{F_t\}$ 的探讨就不能不追溯到 $\{I_{t-1}\}$ 和 $\{F_{t-1}\}$, 正如 Jorgenson (1963) 开创的新古典投资理论总是将 t 时期的资本存量 K_t 追溯到 $t-1$ 时期的资本存量 K_{t-1} 一样。这种追溯将一直继续下去, 直到企业不存在 $\{I_{t-1}\}$ 和 $\{F_{t-1}\}$, 而这意味着: 企业刚刚设立。这便又重新回到 Coase (1937) 的追问: 企业为什么存在?

我们将刚成立的企业称为新设企业 (New Firm), 将企业刚刚设立时所进行的投融资, 称为初始投融资 (Initial Investment and Financing), 将初始投资活动集和初始融资活动集分别记为 $\{I_0\}$ 、 $\{F_0\}$ 。我们将已经具有比较长的存续时间的企业称为现有企业 (Existing Firm)。显然, 现有企业不可能只依靠初始投融资存续下去, 在初始投融资的基础上, 现有企业有可能进行另一次投融资, 我们将其称为再投融资 (Re-investment and Re-financing), 将再投资活动集和再融资活动集分别记为 $\{I_1\}$ 、 $\{F_1\}$ 。之所以有这种划分, 正在于如 Coase 所指出的, 企业并非如新古典经济学中的企业一样先天存在, 而是有一个产生到发展的过程。

① 关于英文文献的作者名字, 除非该作者拥有中文名字, 如张五常、杨小凯、黄有光、钱颖一等, 否则为避免因翻译的不同而导致阅读上的障碍, 将尽量使用其英文名。但对于国外文献的中译本, 原作者的名字可能已经为人所熟知, 如果本书中不要引用该作者的英文文献, 那么我们采用中文译名; 如果本书既引用某外国作者的英文论文又引用其中文译本, 为避免中英互用而导致阅读上的障碍, 所有引文的作者一律采用其英文名。例如 “Hart (1995/1998)”, 尽管该文献是中译本, 作者英文名 “Hart” 被译为中文 “哈特”, 但由于本书中还引用 Hart 的其他英文论文, 为避免对 “Hart” 和 “哈特” 的混淆, 我们一律用 “Hart”。

按此逻辑,要研究企业投融资相互关系,必须首先研究新设企业的初始投融资互动机制,即 $\{I_0\}$ 和 $\{F_0\}$ 之间的互动,记为 $\{I_0\} \times \{F_0\}$;然后研究现有企业的再投融资的互动机制。但这种互动将包括: $\{I_1\} \times \{F_1\}$; $\{I_1\} \times \{F_0\}$; $\{F_1\} \times \{F_0\}$; $\{F_1\} \times \{I_0\}$ 。一旦我们能够完成这种分析,我们将能够对 MM (1958) 的假设进行拓展,同时避免无穷的追溯。而且,以此为基础,我们可以将这种互动继续演绎到其后的投融资。

这最终导致了本书的研究逻辑:首先对企业的本质进行重新考察;接着考察企业初始投融资及其互动机制;最后考察企业再投融资及其互动机制。

然而,在考察了现有的主要企业理论之后,我们发现:尽管自 Coase (1937) 以来,企业本质问题已经得到大量探讨,但正如 Koontz (1961, 1980) 发现管理理论丛林日益茂盛一样,我们发现企业本质问题非但没有得到圆满的回答,反而导致企业理论丛林的产生:Alchian et al. 的作为团队生产的特殊契约理论;Jensen、Fama 等人的契约联结点理论;Williamson 的治理结构理论;张五常、杨小凯等人的要素契约理论;Hart、Moore 的实物资产集合理论;Rajan、Zingales 的非人力资产集合理论;Myers 的人力资产集合理论;古典企业理论;新古典的生产函数理论、费雪理论;再加上管理学中的活动集合理论、资源集合理论、知识集合理论;等等。第二章的综述表明,尽管各种理论均有其道理,但各种理论都存在这样那样的缺陷。面对这种企业理论丛林,我们究竟选择何种理论?由是又不能不重提 Coase (1937) 的追问:企业究竟是什么?

同样的,在阅读了相关投融资理论文献之后,我们发现企业投融资理论被分割在多个学科中。这类学科可大致划分为宏观和微观两类。

宏观方面,企业投资理论自凯恩斯开始得到严肃对待,并逐渐形成始于 Jorgenson (1963) 的新古典投资理论,内容偏重于整体经济中的投资总量及其与经济增长的关系;而企业融资理论则分散于货币金融学(例如米什金 (1995/1998))、银行学等,内容偏重于整体经济中的金融机构与宏观经济的关系。而且,宏观上的投资理论和融资理论是相对分离的,二者的相互关系甚少得到探讨。

微观方面,企业投资理论集中于公司财务学,内容偏向于通过各种指标作出投资决策,如 NPV 准则、IRR 准则等。近期的理论发展开始关注企业内部如何进行资本预算和配置资产,并对传统的投资决策准则进行质疑。但企业融资理论则分散于投资学和公司财务学,投资学(例如博迪等 (2002/2003))探讨投资者如何在金融市场上投资,内容偏向于资本市场、金融工具、资产配置和资产定价,这一领域集中了财务学的大部分理论精华,例如 EMH、CAPM、

APT、OPT,但值得强调的是,投资学的研究视角是投资者,并非企业,尽管投资者的投资意味着企业的融资。公司财务学则始于 Modigliani-Miller (1958),侧重于研究企业的资本成本、资本结构、投融资决策的互动机制。

事实上,上述企业投融资理论在内容上并非相互独立,而是相互交叉,然而,它们的逻辑一致性何在?如果再联系我们对项目专题的研究进路,那么这些投融资理论所赖以建立的企业理论基础是否相同?如果不同,又该怎么办?

这种思考显然具有理论上的挑战性,但应该指出,上述问题是宏大的,本书仅仅对我们感兴趣的问题作一理论分析。

第二节 关于基本概念の説明

鉴于概念在理论推导中的基础性和重要性,本节首先对以后用到的重要概念进行界定,这包括资产、资本、企业资产、企业资本、投资、融资、投融资互动机制等概念。

一、资产、资本、企业资产与企业资本

考察一个 N 人经济,我们将能够满足人类需要的一切东西,称为资源。在所有的资源中,有的是稀缺的,有的则是不稀缺的。如果资源是稀缺的,那么与其相关的权利将被安排给 N 人中的某个人或某些人,即至少有一些人不拥有对该资源的权利;如果资源是不稀缺的,则人人均可获得对该资源的权利。

我们接受康芒斯关于资产的定义,将有用的、稀缺的、具有权利归属的从而为某个或某些经济主体所拥有或控制的资源,称为资产,即:资产 = 稀缺资源 + 权利归属。资产的相关权利,称为产权或财产权 (Property Rights)。在此意义上,资产同时具有有用性与稀缺性。这里,我们强调资产的如下特征:(1) 有用性:没有用的资源是不会引起经济主体的兴趣的;(2) 稀缺性:如果人人可得,那么也没有谁会关心这种资源;(3) 具有产权归属:否则就是无主之物,属于自然资源。

那么,对于 N 人经济中的任何个人 i ,他究竟可以拥有哪些资产呢?其资产具有哪些形态呢?显然, i 作为一种能动性的动物,其自身构成 i 所拥有的一种资产,我们将其称为 i 的人力资产;在 i 拥有自身的人力资产之外,他还拥有其他自身之外的资产,称为 i 的非人力资产。