

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

中国企业投资融资 管理案例

Case studies on investment and financing
management of enterprises in China

李 莉 / 等著



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

中国企业投资融资 管理案例

Case studies on investment and financing
management of enterprises in China

李 莉 / 等著



经济科学出版社
Economic Science Press

图书在版编目 (CIP) 数据

中国企业投资融资管理案例 / 李莉等著. —北京: 经济科学出版社, 2008. 1

(中国企业投资融资管理研究丛书)

ISBN 978 - 7 - 5058 - 6847 - 2

I. 中… II. 李… III. ①企业 - 投资 - 案例 - 中国②企业 - 融资 - 案例 - 中国 IV. F279. 23

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2008) 第 001463 号

责任编辑: 纪晓津

责任校对: 杨晓莹

技术编辑: 董永亭

中国企业投资融资管理案例

李 莉 等著

经济科学出版社出版、发行 新华书店经销

社址: 北京市海淀区阜成路甲 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)

天宇星印刷厂印刷

华丰装订厂装订

787 × 1092 16 开 14. 75 印张 260000 字

2008 年 1 月第一版 2008 年 1 月第一次印刷

ISBN 978 - 7 - 5058 - 6847 - 2 / F · 6100 定价: 26. 00 元

(图书出现印装问题, 本社负责调换)

(版权所有 翻印必究)

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“二选一”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6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研，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，多人次国外专家来校交流，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、企业的投资融资决策和提升管理水平做出了贡献。

以下对《中国企业投资融资运作与管理研究》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6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》

章家琦：《企业投资与融资的互动机制理论研究》

李莉：《中国企业投资融资管理案例》

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。

李莉博士、教授的《中国企业投资融资管理案例》归纳了我国企业投融资管理与运作实践中的成功经验和失败教训,力图揭示其中的特殊规律,从而为政府制定政策提供依据,为企业改善投融资管理提升自身竞争力提供参考;并为经典投融资理论在我国的适用性研究提供案例支持。书中收录的典

型案例，其主要研究议题包括以下几方面：制度变迁下企业战略扩张与融资选择；循环经济和绿色环保产业的投融资管理问题；中央政府和地方政府博弈对企业的影响问题；从公司治理角度，探讨企业过度投资问题；红利政策与再融资偏好问题。这样，一方面，通过个案的分析检验了经典投融资理论在我国的适用情况，对其他几个子课题组的理论研究做了很好的支持；另一方面，在实地调研过程中也对企业进行相关的培训与咨询服务，支持了本项目研究的科学性与实践性。

本丛书的读者对象包括广大理论研究工作者和企业高管人员、高校教师 and 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 research 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

序

作为中国企业投融资运作与管理重大课题的子课题之一，案例组的成果也颇为丰富，但是因为各种原因而延期了本案例专辑的出版，特在此补加一个序，以对该案例集做一个介绍。

作为第五子课题组的案例组是课题的重要组成部分，我们案例组的主要研究目标为：

1. 归纳我国企业投融资管理与运作实践中的成功经验和失败教训，发现其中的特殊规律，为政府制定政策提供依据，为企业改善投融资管理提升自身竞争力提供参考。

2. 为经典投融资理论在我国的适用性研究提供案例支持。

案例库样本资料许多是第一手原始资料；而且案例库研究样本的选择尽可能与其他子课题组的理论研究成果互相检验，以达到验证理论研究成果、深化案例研究层次的目的。另外，也有针对性地选择我国经济转轨条件下出现的新现象以及热点问题，以对其他子课题研究进行补充完善。

为了有针对性地研究我国经济转轨条件下出现的新现象、新问题；同时也对前几组的经典理论进行验证。案例组在我们的共同努力下完成了包括 20 多个样本在内的企业投融资案例库，并与此同时，为企业提供咨询及培训服务，获得社会各界一系列的好评。该案例集正是从案例子课题组的成果中选出来的典型案例。其主要研究议题包括以下几方面：

- (1) 制度变迁下企业战略扩张与融资选择；
- (2) 循环经济和绿色环保产业的投融资管理问题；
- (3) 中央政府和地方政府博弈对企业的影响问题；
- (4) 从公司治理角度，探讨企业过度投资问题；
- (5) 红利政策与再融资偏好问题。

案例组从实践出发，一方面，通过个案的分析检验了经典投融资理论在我国的适用情况、对其他几个子课题组的理论研究做了很好的支持；另一方面，在实地调研过程中也对企业进行相关的培训与咨询服务。具体来说，主要有以下几方面的特点：

1. 案例库以大中型企业为主,在案例库选取建设过程中,我们从行业、区域、是否上市、是否国有等多方面综合考虑选择样本,力图多角度、全方位解析我国企业投融资现状和问题。从行业分布来说,案例库包含新兴高科技产业诸如IT业,传统工业诸如钢铁行业等,还包含关系国计民生的能源、运输和房地产等行业。从区域上来说,既选取天津本地企业,也考虑其他区域,诸如经济相对落后的西部地区,以及经济较为发达的沿海地区企业。此外,案例库选择上市公司与非上市公司、国有企业与民营企业中颇具代表性的例子,大体可以表征我国大中型企业的投融资运作与管理状况。

2. 涵盖了我国企业投融资运作与管理的不同层面,针对不同的案例设定了不同的研究角度,确定了不同的研究内容。结合其他子课题组的研究成果,我们涉及的研究内容包括:(1)企业的投资动机、投资决策方法、融资方式及创新、股利政策影响因素等;(2)制度变迁条件下政府与企业相互关系、政府对企业投融资决策的影响;(3)企业投融资体制的中外对比;(4)企业投资绩效评价、企业价值评估等。

3. 案例库对象的选择和研究视角的切入点从“中国特色”出发,在经济制度变迁的背景下,注重西方经典理论在我国的适用性和应用的创新性研究和探讨。通过案例分析得出启示,为我国企业加入WTO后面对国际激烈竞争的环境寻找出企业自身的发展出路。

4. 为了弥补第一组大样本统计研究的不足,案例组发挥案例研究特长,更有针对性的研究了关系到国计民生的国有大中型企业的投融资运作与管理中的问题,如资源型国有垄断企业的财务战略独立性问题;房地产企业的资金链管理问题、铁路行业融资改革及融资约束问题等等。得出的结论具有重要参考价值。

5. 在制度变迁背景下,案例组结合第二组研究成果,利用个案研究对老工业企业的更新改造和出路问题做了深入的调查和研究,为典型非上市公司提出了可持续发展的融资模式,实现了国有资产的保值增值、资源配置的最优化,为老工业企业的生存发展提供了一些经验性和实用性的证据。

6. 在世界可持续发展理念的引导下,发展循环经济、绿色环保,实现企业与社会生态环境长期和谐发展的目标已成为人们的共识。在这样的背景下,案例组对我国企业循环经济的发展进行了深入、细致地调研与分析,并得出了一些有意义的结论。该研究从一个新的视角点,对我国企业进一步改善投融资管理、提升企业竞争力进行了探讨。对第二组制度变迁和环境变迁进行了有意义的补充。

7. 通过归纳案例的成功经验和失败教训,一方面为政府决策和制定相关

政策提供依据,另一方面为企业的生存、发展提供建议和启示即案例研究的成果对实践有重要的指导意义,为企业改善投融资管理、提升自身竞争力服务,以达到提升我国企业投融资运作与管理效率的目的。

8. 由于公开可得数据的限制,许多作用因素和现象仅仅依靠公开数据往往难以清晰描述;而内部调研获得的资料能够弥补这一方面的不足。因此,大量内部资料案例成为本案例库比较突出的特色之一。通过实地考察、询问、访谈等调研方法,我们得到了实证和规范研究难以获得的第一手资料,此外,在案例的深度访谈方面又注重对问卷调查结果的验证和补充。因此,在理论创新方面,我们的案例库一方面对课题组中其他子课题的创新理论进行了验证,另一方面又对其他子课题组的研究成果进行了完善和补充。此外,在调研访谈过程中,我们不但获取了完成案例的有用信息,还为企业做了大量的咨询服务、人员培训工作,得到了企业的首肯和高度评价,其撰写的咨询报告并获得了上级的嘉奖。本课题组很好地做到了对其他子课题组理论的创新的支持和对实践的指导,完美地将二者结合起来。

秉承党的十七大重要思想,将“科学发展观”与“和谐发展理念”应用于社会实践,本案例集通过对具有代表性案例的深入剖析,从理论、实际操作两方面为企业寻找可持续发展之路,希望能对政府、企业的健康发展贡献一份微薄之力。

李 莉

2007年11月于南开

目 录

企业战略扩张与融资选择的案例分析	
——以天津市物资集团为例	(1)
循环经济理念下企业多元化经营路在何方?	
——以西柏坡发电有限责任公司为例	(23)
政府投资管理对国有上市公司投资决策的影响	
——电解铝行业案例研究	(39)
从世界第一到濒临破产	
——安彩集团的过度投资行为研究	(58)
宏观政策调控下房地产中介企业的经营与风险控制	
——以汇众公司为例	(79)
从江苏铁本的陨落探讨中央宏观政策调控的有效性	(92)
条款设计对可转换债券融资风险的影响研究	
——来自中国第一回售转债“创业转债”的警示	(111)
地方政府在城市基础设施建设中融资模式选择	
——以津滨轻轨建设项目发行“准市政债券”为例	(132)
企业红利政策与再融资偏好	
——西宁特钢案例研究	(147)
兼并收购中公司价值的实物期权分析	
——基于华菱管线案例的研究	(158)
企业 IT 投资绩效评价方法研究初探	
——以我国两家航空上市公司为案例	(171)
联想并购 IBM 的价值评估	(185)
参考文献	(210)
后记	(219)

企业战略扩张与融资选择的案例分析

——以天津市物资集团为例

摘要：制度不是与生俱来的，而是在宏观与微观环境不断磨合的过程中产生的。国家制定新的市场规则，强制企业执行，企业在外部市场环境的变迁下调整战略或制定新的战略从而更好的遵守并利用新的规则；同时企业在执行规则的过程中也会产生制度需求，影响国家制度的变更。企业在进行战略扩张或调整的同时，会对资本产生很大的需求，从而进一步影响企业的融资选择，而融资选择又会制约企业的战略发展。同样企业的融资选择也受到国家融资政策的制约，并反过来影响国家融资政策的制定。另外，无论国家制度变迁、企业战略制定还是融资选择都会受到既存的历史条件影响，从而存在一种“路径依赖”现象。本文用制度经济学的经典理论“路径依赖”及“强制性、诱致性制度变迁”原理，来分析上述问题，并用天津市物资集团在制度变迁下企业战略扩张与融资选择这一典型案例验证分析结论。

关键字：制度变迁；战略扩张；融资选择；路径依赖

20 世纪 80 年代到 90 年代，中国正处于从计划经济向市场经济的转轨时期，在这段时间内，很多企业成功地实现了转轨，而也有很多企业却走向了失败。天津市物资集团是经历了这场巨大的制度变迁而成功生存的典型企业，并于 2004 年进入全国企业 500 强行列，位列第 89 位。因此，本研究选择天津市物资集团作为分析对象，试图从深层次上探求那些成功的企业是如何适应制度的变迁，从而在市场中立于不败之地的。

一、理论回顾

不同的经济问题需要用不同的理论工具进行研究，天津市物资集团的发展过程是一个制度变迁的过程，因此本研究有必要对制度、制度变迁等理论进行回顾，并以此理论作为本研究的分析工具。

(一) 制度的内涵

诺思认为,制度是一个社会的游戏规则,更规范的说,它们是为决定人们的相互关系而人为设定的一些制约^①。制度构造了人们在政治、社会或经济方面发生交换的激励结构,并由此而成为一种引导人们行动的手段。它们通常都要排除一些行为并限制可能的反应。因此,制度使他人的行为变得更可预见,它们为社会交往提供了一种确定的结构,促进着可预见性,并防止着混乱和机会主义。同时,制度协调着人们的各种行动,建立起信任,并能减少人们在知识搜寻上的消耗。

制度所反映的事物一般都具有两个特点:其一,它们在过去被证明是有用的;其二,它们是人们为追求其个人目标而与他人交往时所必需的。就这点而言,制度是以往世代所获得的“知识仓库”。在面对永恒的知识问题时,制度使人们在一定程度上相信,他们与别人的交往将按他们的预期进行,从而可以降低信息搜寻成本和协调成本等各项交易费用。因此,制度应当相当的稳定,以使其规则能够被人充分理解,从而提高人们的行动效率,减少制度的执行成本,提高制度的可信赖性,并因此促进着人际交往。

(二) 强制性变迁与诱致性变迁

制度经济学认为,制度行为包含着制度选择和制度变革两种行为,而当个人或集团作为主体采取制度行为进行制度选择和制度变革的时候,就成为“制度行为主体”,或简称为“制度主体”^②。新制度经济学根据制度变迁中制度主体的差异将制度变迁分为“诱致性制度变迁”和“强制性制度变迁”,其中以“初级行为团体”自发行动为特征的制度变迁称为“诱致性制度变迁”,而以国家的自觉行动和强制性推进为特征的制度变迁称为“强制性制度变迁”;前者主要以经济上的成本收益比较为其制度选择和制度变革的出发点,并以超过制度变迁成本的最大收益为目标函数,而后者既考虑经济收益(即产出最大化),又考虑非经济收益(统治者的最大稳定和政党利益的最大化等,制度经济学中将此称为“政府的租金最大化”),在这种由国家作为制度选择和制度变革主体而进行的强制性制度变迁中,只有当产出最大化与租金最大化的综合收益大于成本的时候,制度变迁才会发生。

强制性变迁与诱致性变迁是企业制度变迁的两种方式。无论在何种方式下,企业制度变迁效率高低、成功与否都与政府制度供给紧密相连。只不过

① [美] 道格拉斯·C. 诺思著,陈郁、罗平华等译:《经济史中的结构与变迁》,上海人民出版社2003年版,第226页。

② 张曙光:《论制度均衡和制度变革》,载于《经济研究》,1992年6月。

在不同方式下，政府制度供给的职能会有不同的体现。强制性变迁必然离不开政府制度供给。从特点来看，其变迁的许多环节都是在政府制度供给的背景下完成的。然而，强制性变迁因为不同的经济、制度背景，有不同的侧重点。

诱致性变迁突出的特点是“自发”，即便如此，政府制度供给仍十分重要。在诱致性变迁方式下，政府制度供给的功能主要体现在，从国民经济运行效率的角度保护、促进和推广企业制度的某些变迁，以及从国民经济长远发展的角度规范企业当前的某些制度变迁行为。

企业作为市场中的微观主体，为获取更高的效率而进行的制度创新在许多环节上需要政府法律法规的认可和保护。这种制度创新在全社会的推广还要借助于政府的统一规范。例如，资本市场中的信息披露制度。随着委托—代理制的盛行，内部人控制问题日渐出现。内部人控制造成对股东利益的损害，其主要原因在于内部人拥有比股东更多的关于企业生产经营的信息。股东可以要求内部人披露足够的信息，但这种要求只有在政府法律法规的强制性介入下才更有可能得到满足。另外，企业在生产经营中，常常会出现重视生产成本而忽视社会成本（诸如环境污染、自然资源的滥用等）；而且，市场经济发展的自然结果必然是产生垄断，而过多的垄断难免会造成福利以及效率的损失。企业的这些市场行为不利于国民经济的长远发展，必然要政府借助于《环境法》、《反垄断法》等法令进行矫正^①。总之，任何时候，有效率的组织是经济增长的关键，而在其形成的过程中，政府的制度供给至关重要。然而，诱致性制度变迁方式下，政府制度供给却也面临着另一种尴尬，这就是后来许多经济学家所提出的“诺思悖论”。在分析经济史中的制度变迁时，诺思一方面指出，对于私有产权的尊重和保护，是致使历史上许多自然条件平平的地区获得惊人经济增长的原因；另一方面，诺思又强调了制度变迁中的“国家理论”，即在经济增长中“国家”（政府）起着重要的推动作用。在这里，诺思一方面强调私有产权，这使诺思的观点偏向于古典的自由主义思想，另一方面，又强调了“国家”的重要性，这使诺思的理论某种程度上具有“集权”的倾向。延伸至制度变迁理论，这一“悖论”则表现为，在诱致性变迁方式下，国家对于制度变迁的干涉和促进如何与诱致性变迁的本意，即制度变迁的自发性相一致。毕竟，谁也无法保证政府的出发点总是全民的整体利益或长远利益。

综上所述，诱致性变迁方式下，一方面新制度的形成离不开政府制度供

^① 邵春保、刘永仁著：《现代企业制度研究》（第一版），山西人民出版社1994年版，第68页。