

公司财务中的 调查研究

沟通财务理论与实践的桥梁



SURVEY RESEARCH IN CORPORATE FINANCE

Bridging the Gap Between Theory and Practice

H. 肯特·贝克 (H. Kent Baker)

〔美〕 J. 克莱·辛格尔顿 (J. Clay Singleton) 著

E. 西奥多·法伊特 (E. Theodore Veit)

汪平 邹颖 等译



经济管理出版社

ECONOMY & MANAGEMENT PUBLISHING HOUSE

013066088

F276.6
685

公司财务中的 调查研究

沟通财务理论与实践的桥梁

 **SURVEY
RESEARCH IN
CORPORATE FINANCE**

Bridging the Gap Between Theory and Practice

H. 肯特·贝克 (H. Kent Baker)

[美] J. 克莱·辛格尔顿 (J. Clay Singleton) 著

E. 西奥多·法伊特 (E. Theodore Veit)

汪平 邹颖 等译



北航

C1674287



经济管理出版社
ECONOMY & MANAGEMENT PUBLISHING HOUSE

880330810

图书在版编目 (CIP) 数据

公司财务中的调查研究/(美) 贝克等著; 汪平等译. —北京: 经济管理出版社, 2012.12
ISBN 978-7-5096-2216-2

I. ①公… II. ①贝… ②汪… III. ①公司—财务管理—研究 IV. ①F276.6

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2012) 第 281385 号

组稿编辑: 杨世伟

责任编辑: 孙 宇

责任印制: 黄 铄

责任校对: 超 凡 熊兰华

出版发行: 经济管理出版社

(北京市海淀区北蜂窝 8 号中雅大厦 A 座 11 层 100038)

网 址: www.E-mp.com.cn

电 话: (010) 51915602

印 刷: 三河市延风印装厂

经 销: 新华书店

开 本: 720mm×1000mm/16

印 张: 22.75

字 数: 383 千字

版 次: 2013 年 8 月第 1 版 2013 年 8 月第 1 次印刷

书 号: ISBN 978-7-5096-2216-2

定 价: 89.00 元

·版权所有 翻印必究·

凡购本社图书, 如有印装错误, 由本社读者服务部负责调换。

联系地址: 北京阜外月坛北小街 2 号

电话: (010) 68022974 邮编: 100836

北京市版权局著作权合同登记：图字：01-2013-4331 号

SURVEY RESEARCH IN CORPORATE FINANCE: BRIDGING THE GAP
BETWEEN THEORY AND PRACTICE, FIRST EDITION

Copyright © 2011 by H. Kent Baker, J. Clay Singleton and E. Theodore Veit

First published 2011 by Oxford University Press

This Translation of SURVEY RESEARCH IN CORPORATE FINANCE: BRIDGING
THE GAP BETWEEN THEORY AND PRACTICE, FIRST EDITION is Published by
Arrangement with Oxford University Press

Chinese Translation (Simplified Characters) Copyright © 2013 by Economy &
Management Publishing House

All Rights Reserved

致 谢

半个多世纪以来，大批研究者在公司财务诸多领域进行了调查研究，没有他们的杰出工作，就不会有本书的存在。本书从琳达·A.贝克（Linda A. Baker）和梅根·内史密斯（Meghan Nesmith）卓有成效的编辑工作中获益颇丰，他们非常仔细地审阅了各个章节，并提出了很多有益的建议。感谢牛津大学出版社（Oxford University Press）卓越的出版队伍，他们包括凯瑟琳·雷（Catherine Rae）、迈克尔·利斯特（Michael List）、苏珊·多德森（Susan Dodson）、约翰·埃尔加尼安（John Erganian）、基兰·库玛（Kiran Kumar），以及其他很多人。H.肯特·贝克（H. Kent Baker）还要感谢美国大学 Kogod 商学院，特别是院长理查德·杜兰德（Richard Durand）和资深副院长凯西·盖茨（Kathy Getz）的鼎力相助。最后，作者谨以本书献给他们的妻子：琳达·A.贝克（Linda A. Baker）、凯思琳·M. 辛格尔顿（Kathleen M. Singleton）和玛西亚·R.法伊特（Marcia R. Veit）。

译者序

经过半个多世纪的演变发展，现代财务理论已经形成了相对完整的体系和架构。这一体系对于实际的公司理财行为已经发挥并仍将继续发挥重要的指导作用。必须明确的一点是，没有财务理论指导或指引的理财行为是非理性、非效率的理财行为，无论是对于企业的发展，还是对于投资者利益的保护都会产生不利的影响。

1958年，莫迪格莱尼教授与米勒教授所提出的MM资本结构无关理论奠定了现代财务理论的基础。在这一开创性的理论中，MM不仅科学地界定了资本成本、资本结构、企业价值等核心的财务概念，而且对投融资决策的科学性也进行了严谨的分析和论证，为后续财务政策、理财行为的研究开辟了一条理性的、科学的道路，从而极大地提升了公司财务理论的学术地位。也正是由于MM杰出的研究工作，资本结构问题的研究构成了现代财务理论的中心内容，并不断地推动着财务理论的发展。从基本的假设条件出发，对重要的研究假设进行论证或者进行检验性研究，成为现代财务理论研究的主流方法。这便是理论研究的“实证性”特征。现代财务理论是系统性和科学性紧密结合的一个理论体系，纯粹、严谨构成其基本的学科特征。

公司理财实践却是一个处于不断变化的环境中并要处理多方面复杂变量的操作过程。在这个过程中，理财人员到底是优先考虑理论上的科学性，还是优先考虑实践中的合理性？什么样的理财行为是合理的、有效的理财行为？什么样的理财行为是非理性的、无效的理财行为？在这个判断过程中，财务理论起着什么样的作用？比如，是不是

与财务理论相一致、相吻合的理财行为就是合理的、有效的理财行为；反之，与财务理论相悖的理财行为必定是非理性的、无效的理财行为呢？这不是一个纯粹的财务理论问题，而是一个难以逾越的现实问题，无论是对于企业的理财人员，还是对于学术界人士莫不如是。

另外，公司财务理论是一门致用的学科，其基本的功用正是对于现实的理财实践进行解释和预测。不幸的是，现实中企业的理财实践有时候并不像蓝天和白云那样易于观察，很多问题隐藏在重重的迷雾之中。而当财务理论的科学之旅一路前行的时候，必有一天要和理财实践遭遇。科学发展史已经告诉我们，正是这种理论与现实的遭遇、纠缠甚至格斗，才成为学术发展的根本动力。

在理论与现实的遭遇战中，调查研究（Survey Research）便成为一个重要的甚至是不可替代的研究方法。通过这种研究方法，人们发现和了解实践中具体实施的理财行为，并对这些实际的理财行为的特征进行系统的分析和研究，辨析其与财务理论的一致性和差异点。这种研究方法所发现的那些具有普遍性和稳定性的理财行为，即使与现代财务理论相悖，它们也具有了理财惯例的特征，不仅不需要按照理论假说进行调整，甚至还会修正和补充财务理论。理财实践中通常采用的经验法则（Rule of Thumb）便属此类。调查研究因而构成了财务理论的重要的研究方法之一。

H. Kent Baker 等编著的《公司财务中的调查研究——沟通财务理论与实践的桥梁》一书，对财务理论领域中数十年以来的重要调查研究文献按照不同主题进行了收集、梳理、分类和汇总，体现了调查研究多年来所取得的重要研究成果。不难看出，这些研究成果在现代财务理论的发展进程中起到了难以替代的作用。翻译这本书对于我国财务学界、企业界了解世界范围内的企业理财实践，了解现代财务理论的发展脉络及其学术前沿，均会产生极其有益的影响。

我们认为，能够实现投资者利益保护，进而实现股东财富最大化目标的理财行为是合理的、高效的理财行为；反之，不能实现投资者

利益保护,甚至造成股东财富减损的理财行为是不合理的、低效的理财行为。在现实的公司理财过程中,财务理论的功用在于指导或者指引实际的企业理财行为,但理财行为的实施无疑是一个内涵更为丰富的过程,非纯粹的财务理论所能够单独予以解释的。换言之,我们不能将是否与财务理论一致作为评判理财实践是否合理、高效的标准,甚至不能将其作为主要的标准。

本书的翻译工作由首都经济贸易大学的汪平教授和邹颖副教授主持进行。具体参加人员为:李阳阳(第一章和第二章)、霍晓萍(第三章)、邹颖(第四章)、李桂萍(第五章)、肖倩(第六章)、孟浩(第七章)、闫甜(第八章和第九章)。初稿译完后,由汪平和邹颖对初稿进行了仔细的审校、修改和润色。全书最后由汪平、邹颖负责终审定稿。

翻译是一项极其困难的工作,“信”、“达”已属不易,“雅”更是难以企及。作为一门发展迅速的致用学科,公司财务学在近十年中不断地涌现出很多我国学者不太熟知的新词汇与新知识。所以,在本书翻译的过程中,我们以既忠实英文原著又符合中文语言习惯为原则,本着认真负责的精神和科学严谨的态度查阅了大量资料,并对翻译中出现的问题进行了多次研讨,反复对比、斟酌与推敲。力求通过我们的努力,能够为读者呈现出一幅公司财务理论与实践发展的全面、清晰、完整的脉络图。尽管如此,由于水平所限,翻译中难免错漏之处,恳请读者批评指正,我们不胜感激。

汪 平

邹 颖

理财学教授,博士 理财学副教授,博士

2012年8月11日于北京

目 录

第一章 公司财务中的调查研究：概述	1
一则寓言	1
财务中调查研究的角色	2
本书目标	3
对于调查研究的观点	4
本书框架	14
最后的想法	18
第二章 调查研究的实施	19
引言	19
什么是调查？	22
计划和设计调查	26
设计和开发调查工具	30
评估问卷	41
收集和处理数据	43
检验无应答偏差、解释和报告结论	47
总结与结论	49
第三章 资本预算	51
引言	51
项目评估方法	52
项目评估方法的总结	67

风险评估和调整	69
资本约束	83
基准利率	89
事后审计	96
其他资本预算专题	100
总结与结论	109
 第四章 资本成本	113
引言	113
理论: WACC 计算中权数的应用	116
实践: WACC 计算中权数的应用	117
理论: 债务成本的估算	122
实践: 债务成本的估算	123
理论: 股权成本的估算	125
实践: 股权成本的估算	127
理论: 多重基准利率的应用	135
实践: 多重基准利率的应用	136
理论: WACC 计算的频率	143
实践: WACC 计算的频率	143
资本成本的其他专题: WACC 的数值	146
CAPM 变量值的选择	151
边际资本成本线的坡度	153
资本成本的应用	155
充分的信息披露会降低资本成本吗?	156
总结与结论	158
 第五章 资本结构与融资政策	159
引言	159
资本结构理论	160
开创性研究: 早期 (1985 年以前)	163

混杂因素：中期（1985~2000 年）	167
全面调查：2001 年	176
美国证据的总结	178
股票回购证据：一个机会主义解释	179
非美国公司的证据	182
总结与结论	191
第六章 股利和股利政策	195
引言	195
股利支付的理论、模型和解释	200
一鸟在手理论	201
剩余股利理论	202
税收和追随者效应	202
信息不对称和信号理论	204
代理学说	205
行为学说	206
股利的企业生命周期理论	207
股利迎合理论	208
股利理论的简要概括与说明	209
美国关于现金股利的调查证据及相关问题	210
非美国企业的现金股利和相关问题调查证据	237
总结与结论	254
第七章 股票回购、特别股利、股票分割和股票股利	257
引言	257
股票回购	259
股票回购的理论、模型和解释	261
特殊股利	279
股票股利	290
总结与结论	297

第八章 风险管理与金融衍生品	299
引言	299
风险管理理论	299
对于美国公司的调查	307
对于非美国公司的调查	318
总结与结论	327
面临的研究挑战	329
理论含义	331
调查研究的含义	332
第九章 最新研究现状：理论与实践真的一致吗？	333
引言：理论与实践	333
开展调查研究	336
资本预算	336
项目估价方法	337
风险估值与调整	337
资本约束	338
要求报酬率	338
事后审计	339
现金流	339
资本成本	340
资本结构与融资决策	341
股利与股利政策	343
股票回购、特别股利、股票分割和股票股利	345
风险管理与金融衍生品	346
总结与结论	348

第一章 公司财务中的调查研究：概述

理论上，理论和实践并没有区别；但是实践中，它们是有区别的。

——约翰·内斯

一则寓言

在一则假想寓言中，Percival (1993) 讲述了一个洼池的故事。这个洼池中
有海龟、蝌蚪和青蛙等动物。洼池掌管者认为，蝌蚪应该在洼池学校得到培训以
成为成功的青蛙。传统上，除了少数“青蛙”做一些特殊讲座，海龟负责大部分
教学。不同洼池学校的海龟传授相同的被认为是“合理”行为的洼池理论。海龟
告诉蝌蚪需要学习青蛙应该 (should) 做的，而不是青蛙实际 (actually) 做的，
因为这种“规范的”方法可以教会蝌蚪如何思考。

蝌蚪不断地询问海龟，青蛙经常不按照理论上它们应该表现的方式表现，也
就是事实与理论不符。虽然这会造成困惑，但是海龟说它们知道什么是最好的。
海龟指出，这么多年，许多杰出的海龟已经发展和实证检验了很多理论。当蝌蚪
问海龟为什么不询问青蛙其所为的原因，海龟对这个幼稚的问题嗤之以鼻。这种
方法是不科学的。况且，青蛙也不能合理地解释其行为。因此，如果海龟不能充
分解释青蛙的行为，青蛙自己怎么可能解释呢？根据海龟的说法，这个故事的寓
意是我们不应该让表面的事实导致我们偏离合理的理论。

正如 Weaver (1993) 指出的，这个故事引发了对于实务工作者（青蛙）和
学者（海龟）之间显著差异的关注。理论上有效的任何事情在实践中并不是必需
的。作为一种缩小财务理论和实务差距的方法，Weaver (1993) 推荐学者调查实
务工作者，实务工作者参与调查，期刊编辑出版结果。这个提议至少有两方面潜

在益处：第一，恰当设计和实施的调查结果在实证有效性、概念假设和不同理论相对有用性方面有益处；第二，学者和实务工作者之间持续的对话在设计研究安排、课程和程序方面有益处。简言之，财务实务能够贡献于财务理论；反之亦然。根据 Weaver 的建议可以实现“双赢”。

财务中调查研究的角色

公司财务是一门交叉性学科，没有唯一正确的方法来检验研究者面临的假设。然而，财务学者经常采用两种路径——理论的和实务的——来更好地解释研究问题。正如 Ramirez、Waldman 和 Lasser（1991，第 17 页）所述：“理论性和经验性财务研究的一个主要目标是帮助财务决策制定者。”不幸的是，相比真正的帮助决策制定者，一些海龟可能更关心其理论、模型和统计技术的精确性和复杂性。据报道，美国企业管理人员 Harold S. Geneen 声称：“你不能依靠理论来经营企业或做其他任何事情。”

一些研究是理论的，正如寓言中杰出海龟所做的。规范的财务理论和概念框架能够产生有助于实务发展的知识。例如，实务工作者已经采用了一些学术领域发展起来的财务先进理念，比如资本预算中折现现金流量模型的使用和加权平均资本成本作为基准折现率的使用。因此，那些受规范理论影响的人可以尝试着成为成功的分析师、管理者和主管人员，尽管当今的实务工作者不经常按照理论上他们应该表现的方式来。另外，一些研究则是实证的。正如 Aggarwal（1993）所述，所有理论应该经得起实证检验。当规范理论与相关实证证据不一致时，研究者应该考虑修正理论。

研究者利用一手数据和二手数据来检验理论。一手数据是利用直接观察、面谈和调查这些方法，为了研究目的由研究者收集的新数据。获得一手数据很昂贵，也很困难。二手数据可能因为其他一些目的，已由他人收集。为了解释现实和检验理论，财务研究者大多依赖财务数据库的二手数据。财务实证研究大多依赖大样本财务观测量。尽管这些大样本能提供截面差异和分析这些差异的统计力，但是其处理非量化问题的能力有限。

本书中，我们的兴趣在于调查研究，这涉及从人们那儿取得关于其本身、观

点和活动的自我报告信息。调查研究的主要目标是允许研究者通过研究总体的一小部分来推断总体。通过大样本的度量分析，可以使调查研究具备某种推断的能力，尽管他们在这个方面基本达不到完美。

Rea 和 Parker (2005) 指出，调查研究的应用打破了很多制度和学科界限。虽然调查研究得到了广泛接受和相当的可信性，但是这种接受性在商务学科中明显大于其他学科。例如，非正式观察显示管理和市场营销学者比财务学者更拥护调查方法。如果这个观察正确，那么在财务中利用这种研究技术的研究者相比较其他商务学科中利用调研技术的研究者，遵循了一条没有很好行走过的路径。Graham (2004, 第 40 页) 关于财务学科的观察：“目前，调查研究绝不是标准的学术方法；事实上，有时候学术圈鄙视它是‘不科学的’。最普遍的态度是管理者和投资者可能做与他们所说完全不同的事情——即使他们做他们所说的，他们所做的真正的原因可能与他们所说的也不同。”

正如 Graham (2004) 指出的，调查研究有质疑者。然而，所有的实证研究都可能存在设计缺陷。因此，在某些情形下，调查研究与其他形式的财务研究没什么不同，对于设计方面的问题仅有不完美的解决方法。正如 Groves、Fowler、Couper、Lepkowski、Singer 和 Tourangeau (2004, 第 34 页) 指出的：“调查本身与其设计和执行的某些差的方面一样糟糕。”研究者实施调查需要做出适当的权衡决策以及理解这些决策如何影响最终结果。只有恰当设计和实施了，调查才能实现其目的。在实施实证研究时，Bruner (2002, 第 50 页) 指出：“任务是通过方法和研究寻求证实方式，犹如通过万花筒欣赏碎石图案一样。”

根据 Pinsonneault 和 Kraemer (1993) 的说法，调查研究有三个显著特征：第一，调查目的是生成研究总体一些方面的量化描述；第二，收集数据的主要方法是询问人们结构化和已定义好的问题；第三，研究者大多收集研究总体的一部分数据，并通过这种方式将结论拓展到总体。因此，若研究者需要其他地方无法得到的信息或想要将结论拓展到一个更大的总体，调查研究可能是最适当的方法。

本书目标

本书有三个主要目标。第一个目标是为财务研究者提供有用的调查方法概

述。本书目的不是详述如何收集调查数据，因为此类信息从其他很多来源可以得到。相反，本书提供了调查方法基础的一般性指导，涉及设计、收集、处理与分析调查数据。

第二个目标即主要目标是综述公司财务中调查研究的主流结论。从实务工作者如何作出决策的财务调查研究中我们可以了解到什么？这些决策涉及资本预算、决定公司资本成本、管理公司资本结构、制定股利支付和风险管理政策。综述有助于看清理论和实务的差距以及差距大小随时间的变化。综述集中于关于决策制定者的学术调查研究。实务工作者可能也会关注诸如《CFO 杂志》(CFO Magazine) 等商业出版物刊登的调查，但是本书在分析中排除了此类出版物。

第三个目标是为有兴趣实施和阅读财务调查研究文献的人提供有价值的资源和指导。迄今为止，各种类型研究的综述可以作为未来公司财务调查研究的起点。

对于调查研究的观点

对于公司财务中调查研究的角色，存在很多观点。为了更好地得到这些观点，本书调查和报告了对于三组人群的关键发现。这三组人群分别为财务学者、财务期刊编辑和财务实务工作者。例如，调查不同组对于调查发现优势与局限的看法，调查研究如何提高以及财务研究者利用调查研究应该研究的课题。

财务学者的观点

2008 年 3 月，我们向财务管理协会 (Financial Management Association) 的 635 名会员寄出一页调查信件以及回邮信封，因为他们或多或少对公司财务感兴趣。调查的目的是获得财务教授对财务中调查研究的看法。被调查者返还了 154 份完成的调查，回复率 24.3%。因为调查的一个重要部分是询问应用调查研究的学者训练水平，所以我们将分析限制在了其中 144 个被调查者。这些被调查者拥有博士学位或者除了博士论文已经完成了博士学位的所有要求。

表 1.1 展示了前 9 个调查问题回复的概况。这 9 个问题旨在研究被调查者如何看待调查研究以及如何看待实施调查研究的财务教授。这些问题要求被调查者利用五点量表来表明同意或不同意的水平。其中非常同意=2，同意=1，没有意

见=0，不同意=-1，非常不同意=-2。表 1.1 的最后一列展示了每个陈述回复的加权平均，其中回复加权平均在 1 到 2 之间表明平均回复观点介于非常同意与同意之间，回复加权平均在 0 到 1 之间表明平均回复观点更接近于同意。我们按照同意的降序列出陈述并按此序讨论。

表 1.1 财务学者对于调查研究个人观点的回复

本表提供了财务学者关于调查研究九种陈述个人观点的回复。由于四舍五入，百分比之和可能不为 100%。

陈述 (S)	个数	非常同意 +2	同意 +1	无意见 0	不同意 -1	强烈反对 -2	加权平均
	N	%					
1. 财务中的调查研究生成了其他来源得不到的数据	144	39.6	47.9	9.0	3.5	0.0	1.24
2. 调查研究缩小了财务理论和实务的差距	144	28.5	54.2	9.7	5.6	2.1	1.01
3. 调查研究对财务文献有有价值的贡献	144	28.5	52.8	9.0	7.6	2.1	0.98
4. 调查结果出版揭示了财务问题的重要观点	143	23.1	59.4	8.4	9.1	0.0	0.97
5. 在财务教学中利用调查研究结果	144	29.9	44.4	12.5	11.1	2.1	0.89
6. 调查回复显示了未来财务研究的新领域	144	21.5	50.0	21.5	6.3	0.7	0.85
7. 出版的财务调查研究有助于自己的研究	143	16.8	40.6	17.5	19.6	5.6	0.43
8. 财务教授一般相信调查研究对财务文献有价值的贡献	144	4.9	31.3	33.3	23.6	6.9	0.03
9. 学术与出版的财务调查研究的误差使我不会追随这种研究方法	142	10.6	19.7	38.7	21.8	9.2	0.01

表 1.1 显示，大部分被调查者同意前七个陈述（此后用 S_x 表示）。最同意的陈述（S₁）是“财务中的调查研究生成了其他来源得不到的数据”，其加权平均值为 1.24。此时 87.5% 的被调查者同意此陈述。下一个陈述（S₂）“调查研究缩小了财务理论和实务的差距”，同意水平降到了 82.7%。被调查者一般同意“调查研究对财务文献有价值的贡献”（S₃）。结果表明 82.5% 的被调查者同意“调查结果出版揭示了财务问题的重要观点”（S₄）。大多数被调查者也同意“在财务教学中利用调查研究结果”（S₅）和“调查回复显示了未来财务研究的新领域”（S₆）。然而，相对较高比例的被调查者（21.5%）对 S₆ “没有意见”。尽管大多被调查