

公司

Studies of
Corporate Finance
金融研究

范从来 王宇伟等 著



商務印書館

公司金融研究

范从来 王宇伟 等著

商 务 印 书 馆

2006 年·北京

图书在版编目(CIP)数据

公司金融研究/范从来等著. —北京:商务印书馆,
2006

ISBN 7-100-04438-3

I. 公… II. 范… III. 公司-资金管理-研究
IV. F276.6

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2005)第 038668 号

所有权利保留。

未经许可,不得以任何方式使用。

GŌNGSĪ JĪNRÓNG YANJIŪ

公司金融研究

范从来 王宇伟 等著

商 务 印 书 馆 出 版

(北京王府井大街 36 号 邮政编码 100710)

商 务 印 书 馆 发 行

北 京 民 族 印 刷 厂 印 刷

ISBN 7-100-04438-3/F·542

2006 年 4 月第 1 版

开本 787×960 1/16

2006 年 4 月北京第 1 次印刷

印张 19

定价: 27.00 元

本书运用现代经济学的理论和方法,以公司融资与公司价值为主题,系统研究了公司融资决策、投资行为与公司绩效之间的关系。全书分五章,第1章是导论。第2章公司投资的融资约束,把融资因素引进了公司的投资决策模型,以长江三角洲地区制造业上市公司的股权融资决策为例,对上市公司融资和投资之间的关系及影响途径进行了实证检验。第3章资本结构与公司投资,主要讨论债权融资和股权融资对公司投资的作用机制,它们在抑制公司非效率投资方面的作用,推导出资本结构与公司投资之间的关系,然后就资本结构与公司投资之间的关系进行了实证检验。第4章股权结构和公司绩效,重点研究了股权结构和公司绩效之间的关系,对在我国目前的不完全资本市场条件下,是否存在最优股权结构问题进行了深入的探讨。第5章债务融资与公司绩效,针对目前我国上市公司普遍偏好股权融资而忽视债务融资特别是债券融资的现象,重点讨论了债务融资与公司绩效之间的关系,提出了相应的政策建议。

课题负责人简介

范从来，男，1962年9月生，江苏海安人；南京大学商学院党委书记、博士生导师、教授、经济学博士；第十届孙冶方经济科学奖获得者；教育部“国家级教学名师奖”获得者；教育部“高校青年教师奖”获得者；国务院学位委员会“全国优秀博士学位论文奖”获得者；“宝钢教育基金优秀教师特等奖”获得者。

目 录

1 金融、公司金融及其融资决策	1
1.1 以宏观金融为主的传统金融学	2
1.2 金融活动的表现形态、主体行为和运行机制	3
1.3 宏观金融、微观金融与公司金融	6
1.4 投融资一体化的分析框架	11
2 公司投资的融资约束	15
2.1 融资约束假说的提出	15
2.2 信息不对称与融资约束	20
2.2.1 逆向选择、融资约束与公司投资	22
2.2.2 道德风险、融资约束与公司投资	26
2.3 融资决策与投资行为:理论分析	32
2.4 融资决策与投资行为:实证分析	39
2.4.1 上市公司的股权融资偏好	39
2.4.2 上市公司的过度投资行为	43
2.4.3 投资对现金流量的敏感性检验	50
2.5 政策建议	55
2.5.1 改善信息不对称状况	56
2.5.2 建立股权“融资约束”机制	58
2.5.3 完善公司治理结构	61
本章附录 股票融资的一般技术	65
3 资本结构与公司投资	109
3.1 文献回顾	109

2 公司金融研究

3.2 资本结构与公司投资:基于公司治理角度的分析	112
3.3 资本结构与公司投资:基于信息不对称和股权结构 分割的分析	118
3.3.1 信息不对称条件下的资本结构与公司投资模型	118
3.3.2 股权结构分割情况下的资本结构与公司投资模型	120
3.3.3 同时考虑信息不对称和股权结构分割情况下的模型	122
3.3.4 结 论	124
3.4 资本结构与公司投资:实证分析	125
3.4.1 样本情况	125
3.4.2 变量选择	126
3.4.3 模型构造	127
3.4.4 实证结果与分析	129
3.5 结论与建议	138
本章附录 发达国家的资本市场	142
4 股权结构与公司绩效	172
4.1 文献回顾	172
4.2 股权结构与公司绩效:分析框架	177
4.2.1 股权性质	180
4.2.2 控股模式	185
4.2.3 股权集中度	188
4.2.4 混合模式	189
4.3 变量的选择及模型的设定	192
4.4 股权结构与公司绩效:描述性统计	195
4.4.1 股份构成	195
4.4.2 控股模式	196
4.4.3 股权集中度	197
4.4.4 混合模式	198
4.5 股权结构与公司绩效:实证检验	199
4.5.1 股权性质与公司绩效	199

4.5.2 控股模式与公司绩效	206
4.5.3 混合模式与公司绩效	210
4.5.4 股权集中度与公司绩效	214
4.6 结论与建议	216
本章附录 外部股权、投资者保护与公司绩效	219
5 债务融资与公司绩效	231
5.1 债务融资相关研究及理论分析	232
5.2 上市公司债权治理绩效的实证分析	247
5.2.1 样本企业的基本情况	247
5.2.2 实证检验	253
5.3 上市公司债权治理弱化的一个解释	257
5.4 对策建议	265
本章附录 银行贷款的一般技术	271
参考文献	288
后记	296

图 表 索 引

表 2-1	1999 年以来新股首日涨幅一览表	34
表 2-2	德、日、英、美、法五国企业净资金来源:1970—1994	40
表 2-3	美国公司的资本来源(%)	40
表 2-4	长江三角洲制造业上市公司资产负债比率	41
表 2-5	全部国有及规模以上非国有制造业企业平均资产负债率	42
表 2-6	长江三角洲制造业上市公司资金来源比例	42
表 3-1	对样本的统计性描述	129
表 3-2	实物投资(INVEST)与资本结构关系回归结果之一	130
表 3-3	实物投资(INVEST)与资本结构关系回归结果之二	131
表 3-4	证券投资(FIN)与资本结构关系的回归结果之一(分类)	135
表 3-5	证券投资(FIN)与资本结构关系的回归结果之二(分类)	135
表 3-6	证券投资(FIN)与资本结构关系回归结果之三(混合样本)	136
表 4-1	控股模式对公司治理结构的影响	187
表 4-2	混合模式对公司治理结构的影响	191
表 4-3	混合模式治理得分表	191
表 4-4	1998—2003 年中期样本各股份比例	195
表 4-5	不同控股模式年度变化表	197
表 4-6	H3、H5、H10 指数与第一大股东比例表	197
表 4-7	混合模式数量比例表	198
表 4-8	国有股存在对公司绩效的影响(被解释变量:ROA)	200
表 4-9	国有股存在对公司绩效的影响(被解释变量:ROE)	200
表 4-10	国有股比例对公司绩效的影响(被解释变量:ROA)	201

表 4-11	国有股比例对公司绩效的影响(被解释变量:ROE)	202
表 4-12	国有股存在和国有控股的相关性	202
表 4-13	法人股对公司绩效的影响(被解释变量:ROA)	203
表 4-14	法人股对公司绩效的影响(被解释变量:ROE)	203
表 4-15	法人股比例对公司绩效的影响(被解释变量:ROA)	204
表 4-16	法人股比例对公司绩效的影响(被解释变量:ROE)	204
表 4-17	流通股比例对公司绩效的影响(被解释变量:ROA)	205
表 4-18	流通股比例对公司绩效的影响(被解释变量:ROE)	205
表 4-19	绝对控股模式对公司绩效的影响(被解释变量:ROA)	206
表 4-20	绝对控股模式对公司绩效的影响(被解释变量:ROE)	207
表 4-21	相对控股模式对公司绩效的影响(被解释变量:ROA)	208
表 4-22	相对控股模式对公司绩效的影响(被解释变量:ROE)	208
表 4-23	分散持股模式对公司绩效的影响(被解释变量:ROA)	209
表 4-24	分散持股模式对公司绩效的影响(被解释变量:ROE)	209
表 4-25	不同股权性质、不同控股模式对绩效的影响 (被解释变量:ROA)	211
表 4-26	不同股权性质、不同控股模式对绩效的影响 (被解释变量:ROE)	211
表 4-27	第一大股东与 H 指数相关表	215
表 5-1	长江三角洲地区制造业上市公司的资产负债率年平均值	247
表 5-2	长江三角洲地区制造业上市公司的资产负债率分布表	248
表 5-3	全国上市公司的资产负债率分布表	248
表 5-4	长江三角洲地区制造业上市公司的债务融资率统计表	249
表 5-5	全国上市公司的债务融资率统计表	249
表 5-6	债务融资率的比较表	249
表 5-7	长江三角洲地区制造业上市公司净资产收益率 超过 6% 的公司数	252
表 5-8	公司价值与公司债务融资率关系回归结果	254

6 公司金融研究

表 5-9 公司价值与公司债务融资率关系回归结果	256
表 5-10 长江三角洲地区发行债券企业一览表	261
图 1-1 企业行为的市场模型	11
图 1-2 企业行为的财务模型	12
图 1-3 企业行为的支出模型	12
图 1-4 企业行为的完整模型	13
图 2-1 企业的投、融资决策模型	24
图 2-2 逆向选择下的企业融、投资决策模型	24
图 2-3 考虑道德风险后企业的融、投资决策模型	28
图 2-4 不完全资本市场与企业投资水平	30
图 2-5 我国资本市场条件下企业的融、投资决策模型	36
图 3-1 两阶段模型	115
图 3-2 加入投资因素后的两阶段模型	116
图 3-3 混合样本的实物投资、证券投资及负债率变动趋势 (1998—2002)	129
图 3-4 国有控股样本的实物投资、证券投资及负债率变动趋势 (1998—2002)	130
图 3-5 民营控股样本的实物投资、证券投资及负债率的变动趋势 (1998—2002)	130
图 5-1 考虑税盾效应和财务困境成本的综合影响的权衡理论模型 ..	233

1 金融、公司金融及其融资决策

资金是一个国家经济增长和经济发展的决定性因素,也是企业这个经济主体开展经营活动的第一推动力和持续推动力。企业的设立要有一定的资本,企业经营活动的开展要求不断追加资本。能否获得稳定的资金来源,及时足额筹集到所需要的资金,对企业的经营和发展是至关重要的。企业的融资决策是企业经营活动得以进行的前提条件,是企业经营活动的重要组成部分。

然而,在相当长的时期内,学术界对企业的融资决策并不重视,这既与经济体制的制度安排、金融市场的资金短缺有关,也与新古典综合派的企业金融理论有关。该理论基于完全资本市场假设认为,企业的价值与他们所采取的融资方式,即资本结构无关。企业的价值主要取决于企业的投资行为。该理论进而认为,只要企业投资收益超过融资成本,公司就能得到充足的资金进行投资,公司可以用外部融资来熨平内源融资的波动。更广义地说,新古典金融理论把融资决策和投资完全分割开进行研究,且以投资为研究的主要内容,忽略了融资因素可能产生的影响。

随着信息经济学的发展,融资与企业价值之间的相关性日益引起学术界的重视,对融资决策展开研究成为现代经济学的研究前沿,也正是在这样的理论基础上,我们立项研究企业的融资决策。企业作为融资决策的主体,在一般意义上有三种组织形式,即独资企业、合伙企业和公司制企业,公司是现代企业的一种典型性组织形式,我们对融资决策问题的研究以公司作为研究对象,具体分析时则以长江三角洲地区制造业上市公司为例,以排除行业因素对融资决策的影响。

1.1 以宏观金融为主的传统金融学

“金融”在字面上由“金”和“融”组成,“金”可理解为“金银”(货币资金);“融”即融通,货币资金的融通成为金融一词最为简洁的表述。在这里,融资似乎成为金融的代名词,融资理所当然地成为金融学研究的主要内容。但是,长期以来,在我国金融学的研究过程中并没有把公司融资作为研究的对象。

据黄达教授考证^①,在中国历史上最早列入“金融”条目的工具书是:1908年开始编纂、1915年初版的《辞源》和1905年即已酝酿编纂、1937年开始刊行的《辞海》。《辞源》(1937年普及本第11版)金融条的释文是:“今谓金钱之融通状态曰金融”;《辞海》1936年版金融条的释文是“资金融通之形态也”。就《辞源》、《辞海》这两本辞书的释文来看,都仅指货币资金的融通。《辞海》20世纪60年代的试用本和1979年首次公开发行版的释文修订为:“货币资金的融通。一般指与货币流通与银行信用有关的一切活动,主要通过银行的各种业务来实现。如货币的发行、流通和回笼,存款的吸收和提取,贷款的发放和收回,国内外汇兑的往来,以及资本主义制度下贴现市场和证券市场的活动等,均属于金融的范畴。”在这里,金融的概念从货币资金的融通拓展到货币资金的流通,即货币资金在商品流通领域中不断地在不同的所有者之间转手的运动。货币资金的融通则表现为,现实经济运行中,某些单位为消费和投资所花费的金额小于本期收入,产生储蓄资金,成为盈余单位,另一些单位的开支金额大于本期收入,成为赤字单位;如果盈余单位的盈余无法被抵消,就会使购买产品的开支量减少,降低部门间的货币循环水平,进而可能引起实物循环的收缩,赤字单位的投资活动也就无法实现。在这种情况下,必须通过信用关系把盈余单位的盈余引向赤字单位,由后者用于消费或投资,把储蓄资金转变为投资资金。这种在盈余单位和赤字单位之间产生的货币循环,即货币资金的融通。由金融工具、金融市场和金融机构三大要素组成的金融体系在货币

^① 黄达:《金融、金融学及其学科建设》,《当代经济科学》,2001年第4期。

资金的融通中发挥着非常重要的作用。金融工具的存在为储蓄向投资的转化提供了具有法律效力的凭证,加速了储蓄者、投资者之间的融资过程,使金融活动的数量大大增加,金融活动的效率也有所提高。金融市场则为双方通过金融工具的买卖进行融资活动提供场所或机制。金融机构的存在,一方面创造了流动性极强的金融工具,另一方面则在融资者之间推动资金的流转,从而极大地提高了储蓄转化为投资的效率。

正因为如此,《辞海》中把金融解释为与货币流通与银行信用有关的一切活动。相应地,我国的金融学往往被界定为研究货币与金融体系的运行机制以及货币运行与经济运行之间关系的一门经济科学。可以说,我国的金融学一直是站在宏观角度研究货币资金的流通和货币资金的融通的,侧重于研究如何供给并调节货币供应量,以满足经济运行对货币运行的需要,并实现一定的宏观经济目标;侧重于研究如何构筑金融体系,以及相应的金融制度,以促进储蓄资金向投资资金的转化,实现社会资源的优化配置。显然,我国的金融学是在宏观这个层面上从金融角度研究经济运行,忽略了金融运行中企业这个最大的赤字单位在金融活动中的主体地位及其对金融运行的影响。

1.2 金融活动的表现形态、主体行为和运行机制

可以说,中国从宏观角度开展金融研究持续了相当长的时间,而且也没有觉得有什么不妥。这种状况在 20 世纪 90 年代发生了很大的变化。一批海外学成归来的金融学者,纷纷开设、介绍并大声疾呼建立以资本市场为主体的金融学,把国外对金融学的界定以及金融学科的发展态势引入中国金融学界。另一方面,大量海外金融学的原版或翻译版教科书进入中国,国外金融学研究内容与国内金融学之间的差异日益引起人们的关注。当然,这种关注的现实背景是随着中国经济市场化的推进,中国经济货币化、金融化的水平不断提高,仅仅从宏观角度研究金融已经完全不能满足现实经济运行对金融学的需求。很多人从学术研究国际化以及中国经济现实需求这样两个角度,对长期以来一般所说的金融学进行反思。2002 年 9 月 17 日,一位署名 capm 的作者

4 公司金融研究

在网络上发表了一篇冲击力极大的文章:“中国金融学批判”。文中提到,中国“大陆不少搞金融的,一谈到金融就是货币银行,国际金融。其实国外的金融学主要是研究金融市场、公司财务。货币经济学(monetary economics)在国外主要算是宏观经济学,国际金融则更多的是属于国际经济学(international economics),两者一般不属于金融学的研究范围”。一时间,长期以来作为金融学主要内容的货币银行、国际金融是否还是金融研究的范畴竟成了问题。大量的金融研究工作者开始从理性角度思考上述问题^①。金融学如何界定,金融学科应该如何推进,成为中国金融学研究领域近年来的重要课题。

研究表明,在西方学术界对“金融”一词的解释也是有争议的。从已有的文献来看,西方对“金融”一词的解释主要有三种:

第一种是将金融解释为支付,是一切货币收支关系的总称。比如,“Oxford、Webster's 这类字典和一些百科全书对 Finance 的解释是:monetary affairs, management of money, Pecuniary resources……;前面加 public,是指财政,加 company、加 corporation,加 business,是指公司财务,等等”^②。显然,在这种定义中,凡是与货币资金有关的活动都可用“金融”这个词表示。这种对金融的界定相当宽泛,不仅包括我们所说的银行与非银行金融中介机构所发生的货币资金的收支活动,而且包括了以政府为主体的货币收支活动——财政;以国家为主体的货币收支活动——国际金融;以企业(公司)为主体的货币收支活动——企业(公司)财务以及以个人(家庭)为主体的货币收支活动——个人金融(财务)。

第二种是将金融解释为“研究人们在不确定的环境中如何进行资源的跨

① 比如,曾康霖、徐永健:《金融学科建设与人才培养》,西南财经大学出版社 1998 年版;黄达:《金融学学科建设若干问题》,《中央财经大学学报》,2000 年第 9 期;黄达:《由讨论金融与金融学引出的‘方法论’思考》,《经济评论》,2001 年第 3 期;黄达:《从银行不被看好谈起》,《经济导刊》,2001 年第 2 期。《财贸经济》2001 年第 11 期则发表了《21 世纪中国金融学教学改革与发展战略》一文,介绍了国家教育部新世纪教改工程项目《21 世纪中国金融学专业教育教学改革与发展战略研究》研讨会的主要观点。1997 年,国务院学位委员会修订研究生学科专业目录,将原目录中的“货币银行学”专业和“国际金融”专业合并为“金融学(含:保险学)”专业。

② 黄达:《金融、金融学及其学科建设》,《当代经济科学》,2001 年第 4 期。

时期配置的学科”^①。这里的资源主要指家庭、企业等主体拥有的财产或财富;而跨时期的分配则是指在不同的时间上对财产或财富在其成本与效益方面的权衡。

第三种是将金融解释为资本市场的运行,资本资产的供给与定价。在《新帕尔格雷夫经济学大辞典》中,“金融(Finance)”一词即被定义为“资本市场的运行,资本资产的供给与定价”^②。

西方学术界对金融的解释表面上有三种,但我认为,这三种解释是统一的,而且与我国对金融学的解释、理解也是相融的。

西方学术界对金融的第一种解释是将金融看成是一切货币收支关系的总称,这显然是从金融活动的表现形态上来界定金融的。各种各样的金融活动,无论是政府发生的,还是银行等金融中介机构进行的,在形态上都表现为货币资金的收入和支出。我国从货币资金流通和货币资金融通角度界定金融,与这种解释显然是一致的。而如果将金融定义为研究人们在不确定的环境中如何进行资源的跨时期配置的学科(西方学术界的第二种解释),那么,这种对金融的解释则是从金融活动的主体行为的角度来界定金融的。各种各样的金融活动,总是表现为各主体的金融行为,也正是从主体行为的角度,才有个人金融、公司金融、政府金融以及国际金融,显然,这第二种解释与第一种解释也是统一的。至于第三种解释,把金融解释为资本市场的运行,资本资产的供给与定价,我认为这是从金融活动的运行机制的角度来界定金融的。各种各样的金融活动从表现形式上来看,有货币的借贷、兑换、买卖,款项的支付,票据的流通,证券的买卖,衍生工具的交换,实物的租赁,事物的保险,贵金属的交换等^③,尽管不同的形式有各自的特点,但它们都是以货币或货币索取权形式存在的资产的交易行为。这种交易行为的运行机制表现为资产的供给、需求以及资产的定价,这些活动形成了我们所说的市场。所以,对金融的第三种解释

① [美]兹维·博迪(Zvi Bodie)、罗伯特·C·莫顿(Robert C. Merton):《金融学》,中国人民大学出版社2000年版,第4页。

② 《新帕尔格雷夫经济学大辞典》(第2卷),经济科学出版社1992年版,第345页。

③ 曾康霖、虞群娥:《论金融理论的创新》,《金融理论与实践》,2001年第6期。

是从金融活动运行机制的角度界定金融的。三种界定分别从金融活动的表现形态、主体行为和运行机制三个角度对金融作出解释,其内涵是统一的。

把金融解释为一切货币收支关系总称的第一种界定,是一种宽泛的对金融的一般界定,第二种和第三种界定可看成是对第一种界定的拓展,分别拓展到金融活动的主体行为和运行机制两个层面,这两个层面的问题主要表现为公司财务和资本市场。也正是在这种认识的基础上,我们可以将金融学的外延界定为宏观金融、微观金融和公司财务三个方面^①。正如王江教授所提出的^②，“金融学的研究主要有三块,第一,宏观方面的金融框架体系问题,是否有最优的模式,以及各个体系之间怎样比较。第二是微观方面的,主要讨论两个问题,一是定价问题,二是风险管理问题。第三是公司财务方面的问题,它在过去二十几年来是研究非常活跃的领域”。

1.3 宏观金融、微观金融与公司金融

我们认为,从学术研究国际化的角度来看,金融学范畴的外延应该有所拓展,微观金融和公司金融应该是金融研究的重要内容。

从宏观角度研究货币以及金融体系在经济运行中的功能和效应,并研究货币运行与经济运行之间关系的,是宏观金融;微观金融则以资本市场为主要研究对象。西方微观金融理论可追溯到 19 世纪末 20 世纪初^③,早在 1896 年欧文·费雪就确认并解释了微观金融理论的核心——基本的估值关系:一项资

① 另一种流行的看法是,公司金融理论和资本市场理论构成微观金融理论的核心(见郑长德:《当代西方微观金融理论的发展》,《西南民族学院学报·哲学社会科学版》,2001 年第 7 期),也就是说,微观金融包括我们这里所说的公司财务和微观金融。正如宋逢明教授所说,“在国外优秀商学院发展的金融学,主要包括公司财务和资本市场两个部分,后者在课程设置上常常称为投资学”(参见宋逢明为“财金前沿”丛书所写的序,[美]阿斯瓦斯·达摩达兰:《应用公司理财》,机械工业出版社 2000 年版),以资本市场为研究对象的这部分内容,无论称为什么,似应独立比较妥当,我们把以资本市场为主要研究对象的称为微观金融,而把公司财务独立为金融学的一个部分。

② 龚六堂:《经济学和金融学的研究方法和研究前沿》,《经济研究》,2001 年第 8 期。

③ 郑长德:《当代西方微观金融理论的发展》,《西南民族学院学报·哲学社会科学版》,2001 年第 7 期。