

民营企业投融资 与资本结构实证研究

M inying Qiye Tourongzi Yu Ziben Jiegou Shizheng Yanjiu

牛建高 等著



人 民 出 版 社

F279.245
N705

-6

民营企业投融资 资本结构实证研究

牛建高 等著

F279

N705

人 民 大 学 出 版 社

责任编辑:孙 牧 陈鹏鸣

装帧设计:徐 晖

图书在版编目(CIP)数据

民营企业投融资与资本结构实证研究——以河北省为例/

牛建高 等著. —北京:人民出版社,2009. 12

ISBN 978-7-01-008503-6

I. 民… II. 牛… III. ①私营企业-投资-研究-河北省②私营企业-融资-研究-河北省③私营企业-资本的有机构成-研究-河北省 IV. F279. 245

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2009)第 211969 号

民营企业投融资与资本结构实证研究

MINYING QIYE TOURONGZI YU ZIBEN JIEGOU SHIZHENG YANJIU

——以河北省为例

牛建高 等著

人民出版社 出版发行

(100706 北京朝阳门内大街 166 号)

北京集惠印刷有限责任公司印刷 新华书店经销

2009 年 12 月第 1 版 2009 年 12 月北京第 1 次印刷

开本:880 毫米×1230 毫米 1/32 印张:10. 125

字数:230 千字

ISBN 978-7-01-008503-6 定价:22.00 元

邮购地址 100706 北京朝阳门内大街 166 号

人民东方图书销售中心 电话 (010)65250042 65289539

摘 要

自改革开放尤其是 20 世纪 90 年代以来,民营企业发展越来越迅速,民营经济已成为我国国民经济的重要组成部分,可以说是“三分天下有其二”。因此,民营经济的发展壮大是中国经济体制改革过程的历史见证,民营企业的“异军突起”是中国 30 年改革的重大成就之一。但随着我国市场经济改革的不断深入与完善,以及世界金融危机的迅猛爆发,更加凸现了民营企业自身所存在的问题。尤其是民营企业的融资难和资本结构问题已经成为理论学界和现实当中讨论的热点问题,也是民营企业进一步发展当中迫切需要解决的问题之一。

由于民营企业投资、融资与资本结构是既相互独立、又联系非常紧密的范畴,所以本书以河北省民营企业为研究对象,以国内外学者之前的研究为基础,通过运用历年统计数据进行实证研究来分析探讨民营企业的投资、融资与资本结构问题。基于上述研究思路,全书紧紧围绕民营企业投资、融资与资本结构问题,以上、中、下三篇共 14 章的篇幅进行论述。

第 1 章为绪论,主要介绍本书的研究背景和意义、研究方法和研究内容以及对民营企业、投资、融资结构和资本结构等相关概念进行界定。

上篇为投资研究篇,包括 3 章内容。其中,第 2 章主要是对投

资与经济发展理论进行了回顾,对投资与民营经济增长等相关文献进行了综述,对投资总量变动、投资结构演变与经济增长的关系进行了探讨,为研究投资与民营经济发展奠定了理论基础。

第3章在采用历年统计年鉴的大量数据系统分析了河北省民营企业投资总量变动基本特征的基础上,通过构建计量经济模型分析了河北省民营企业物质资本投入和劳动力投入对民营经济的影响程度。研究表明,不仅固定资产投资对民营经济发展具有重要推动作用,而且人力资本与民营经济发展也存在明显正相关。

第4章以统计描述分析为基础,基于钱纳里和塞尔昆的模型,对投资结构引致产业结构变动,进而导致各产业部门对经济增长的贡献和作用的相应变化进行了探讨。研究发现,虽然第二产业对民营经济发展的绝对贡献最大,但第三产业对经济发展的贡献率增长最快,这说明第三产业对民营经济的发展作用巨大。

中篇为融资研究篇,包括6章内容。其中,第5章对民营企业融资已有的研究进行了综述,分别对信贷配给理论、中小企业金融成长周期理论进行了阐述,为研究民营企业融资问题奠定了理论基础。

第6章运用河北省历年统计数据,对民营企业融资演变轨迹与特征进行了研究。研究认为,民营企业融资具有明显的历史阶段性特征:在市场机制确立期,民营企业融资渠道和形式极少,自有资金、民间借贷等直接融资规模大于银行贷款等间接融资规模;在市场机制发展期,民营企业负债融资超过了自有资金融资,融资呈现出多元化的趋势;在市场机制完善期,市场“非对称信息”机制的作用显著,在个别年份出现自有资金额超过流动负债的现象。这说明,民营企业负债融资比较困难。

由于民营经济的充分发展使得浙江成为我国经济最发达的省

份之一,因而充分借鉴浙江民营企业融资经验有着十分重要的意义,所以第7章对浙江民营企业融资经验进行了系统剖析。研究发现,浙江解决民营企业融资问题的成功经验是建立起了针对民营企业的多元化有效的资金融通体系,包括合理引导民间金融发展,构筑民营企业信用担保体系和鼓励风险投资基金向民营企业投资。

产权制度、公司治理结构等因素是导致民营企业融资困难的根源,而产权明晰是确保企业正常、有序进行融资的前提和保障,良好的公司治理是民营企业融资的必要条件。因此,第8章基于产权制度的视角,通过构建一个简化的博弈模型对银企双方的融资效应进行了深入研究,并得出“产权制度的不合理是导致我国民营企业融资困境的最大障碍,明晰并切实保障融资双方产权是缓解民营中小企业融资困境的根本途径”的结论。

第9章基于公司治理的视角对民营企业融资问题进行了研究。本章通过深入剖析民营企业公司治理存在的问题,有针对性地从实施产权社会化和公开化、引进职业经理人、加强董事会建设、健全和完善内控机制等方面对民营企业的公司治理结构进行了合理设计。

第10章则在上述研究的基础上,立足河北实际,借鉴民营经济发达地区的成功经验,探讨了构建适合河北省民营企业资金需求多元化的长效融资机制,包括流动有序的民间资金融通体系、完善的中小企业信用担保体系和健全的中小企业风险投资体系。

下篇为资本结构篇,包括4章内容。其中,第11章对西方资本结构理论进行了一般回顾,旨在为研究民营企业资本结构做好理论铺垫。西方资本结构理论经过长期探讨已经相对完善,成为现代财务理论的基础。西方资本结构理论对我国企业优化资本结

构有着重要启示,积极探索资本结构理论在我国企业中的适用性以及不断深化资本结构理论的研究是有着重大的理论和现实意义的。但是应该注意,中国还是一个发展中国家,与西方发达国家在很多方面还有差距,因此,在研究民营企业资本结构时,应该从西方资本结构理论的形成基础出发,在比较的基础上引入和深化,以我国的经济框架和形式来探讨民营企业的资本结构问题。

第12章运用历年统计数据,以河北省乡镇企业为研究对象,对民营企业融资结构及资本结构特征进行了实证分析,研究得出民营企业的融资结构特征是:以股权融资占主导的外源融资,保留盈余为主的内源融资;采取多元化的融资方式来获取资金;资产负债率不断下降。

第13章通过构建计量经济模型,以河北省为例,从乡镇集体企业、乡镇私营企业两个方面,运用资产负债率、净资产收益率、企业成长性等指标对民营企业资本结构与企业绩效之间的内在关系进行了实证分析。通过两者的比较,得出了一些有意义的结论。

第14章从经济转轨、金融机构发展和民营企业公司治理机制三个方面分析了民营企业资本结构的形成机制,指出解决民营企业的资本结构的症结在于:深化国有企业改革,优化民营企业的融资环境;创新融资服务方式,大力发展中小银行以及强化银行间合作,降低民营企业的信息不对称所导致的融资成本,逐步缓解民营企业融资困境;民营企业不完善的治理结构决定了其资本结构的缺陷,必须建立一套高效率的治理结构和合理的资本结构协调发展机制。在此基础上,有针对性地提出了民营企业资本结构优化的政策建议。主要包括:完善金融市场体系,构造民营企业多层次融资体系;完善民营企业的公司治理机制。

序

据我所知,以牛建高博士为领军的科研团队,在2003—2007年间,承担了河北省科技厅软科学项目《河北省民营企业融资的实证研究》和河北省科技厅博士资金项目《河北省民营企业资本结构研究》(研究报告获得第九届河北省统计科研优秀成果奖二等奖)。在以上研究的基础上,研究者们又潜心进行了修改和充实,形成了这本《民营企业投融资与资本结构实证研究》的专著。

民营企业投资、融资与资本结构是一个联系非常紧密的问题。伴随着我国民营企业投资规模的迅速扩大,融资难与资本结构不合理等问题日益成为制约民营企业发展的“瓶颈”因素,并成为理论界和现实经济生活中讨论的热点问题。世界金融危机的爆发,更加凸显了缓解民营企业融资问题的必要性、迫切性和重要性。专著作者以河北省民营企业为对象,通过广泛、深入的调查研究,将民营企业投资、融资与资本结构问题紧密结合,着重研究探寻了缓解民营企业融资困境、实现民营企业资本结构不断优化路径。专著在以下方面具有创新意义:

首先,专著从产权制度安排视角深入研究了民营中小企业融资问题。关于民营企业融资难问题,国内外诸多学者从不同角度对融资难的成因进行了深入探讨。一般的解释是信息不对称、融资成本高、政策和所有者歧视、抵押和担保问题、中小企业自身存

在的不足等原因。专著作者在前人研究的基础上独辟蹊径,基于中国转型经济的现实,以河北省为例,系统剖析了民营企业不同发展阶段的融资特征,从制度经济学的视角,构建了一个简化的企业融资博弈模型,就不同产权制度安排对企业融资的影响效应进行了深入分析。这一理论框架是用制度经济学理论分析和解释中国转型经济民营企业融资难成因的一个成功尝试。研究得出的“产权制度的不合理是导致我国民营企业融资困境的最大障碍,明晰并切实保障融资双方产权成为缓解民营中小企业融资困境的根本途径”的结论,具有很强的政策含义。

其次,专著构建了计量经济模型对民营企业资本结构与企业绩效的关系进行了实证分析。就民营企业资本结构研究而言,目前国内学术界的相关研究主要集中于民营上市公司,而对于数量比例较大的民营非上市公司资本结构的研究较少。专著作者以河北省民营企业为对象,运用西方资本结构理论的分析框架,着重对民营企业的融资结构和资本结构特征进行了深入分析,通过构建计量经济模型,对民营企业资本结构与企业绩效的关系进行了实证分析。分析得出的结论:民营企业资产负债率与企业绩效正相关,并存在一个合理的负债区间,能使企业绩效达到最优化;现阶段民营企业的负债水平偏低,可以适当提高;通过优化资本结构,有助于提高企业绩效等,具有重要参考价值。专著的研究思路是运用西方公司金融理论与中国转型经济相结合的一种新的尝试。

第三,专著以比较优势理论为基础,构建并运用银行合作模型,探索了大小银行之间合作互补的新路径。探究民营企业资本结构问题,关键在于通过优化其资本结构实现民营企业的持续健康发展。专著作者以比较优势理论为基础,构建了简化的银行合作模型,对大银行和小银行之间的合作、充分发挥各自比较优势为

民营中小企业提供信贷融资进行了分析。研究得出的结论为实现大小银行之间优势合作互补、实现大银行、小银行的“双赢”、有效缓解民营企业融资难和优化其资本结构,指出了一条新路径。

当然,中国幅员辽阔、国情复杂。河北情况很难以偏概全完全适用于全国各地,民营企业投融资存在的诸多问题也必须在深化改革的进程中不断得到研究解决。但是,展现在读者面前的这本专著,毕竟凝结了专著作者们多年研究的心血,也表明专著作者具有扎实的专业功底和较为宽广的学术视野,具有严谨的理论联系实际的学风。以牛建高博士为领军的专著研究者们都是中青年研究人员,他们在研究工作中所具有的开拓创新精神值得保持发扬,研究成果具有较高学术价值,对解决当前民营企业投融资问题具有理论指导和现实意义,值得关心我国民营企业发展的志士仁人一读,特此乐以为序。

杨秋林

中国农业大学二级教授,博士生导师

写于北京中国农业大学绿苑

2009年8月10日

目 录

摘要	1
第 1 章 绪论	1
1.1 研究背景与意义	1
1.2 研究方法与研究对象	4
1.2.1 研究方法	4
1.2.2 研究对象界定	5
1.3 主要研究内容	12
1.4 研究的主要结论与创新之处	17

上篇 投资研究篇

第 2 章 研究述评与理论基础	23
2.1 文献综述	23
2.1.1 投资与经济增长研究的一般回顾	23
2.1.2 民营企业投资与民营经济增长研究的 文献综述	27
2.2 研究的理论基础	28
2.2.1 投资总量与经济增长	28
2.2.2 投资结构与经济增长	30

第3章 投资总量变动与民营经济发展	32
3.1 民营企业投资总量变动的特征分析	32
3.1.1 固定资产投资总量的变动特征	33
3.1.2 人力资本的构成及水平	38
3.2 物质资本、从业人数与民营经济增长的相关分析	41
3.2.1 回归分析	42
3.2.2 滤波分析及脉冲响应分析	45
3.3 人力资本投资与民营经济发展相关性分析	51
3.3.1 数据分析	51
3.3.2 模型构建	53
3.3.3 实证分析	54
3.4 结论	56
第4章 投资结构演变与民营经济发展	59
4.1 投资的产业结构分析	59
4.1.1 物质资本投入的产业结构特征	59
4.1.2 劳动力投入的产业结构特征	62
4.2 投资产业结构变动对民营经济发展的贡献分析	64
4.2.1 模型构建	64
4.2.2 实证分析	65
4.3 小结	68

中篇 融资研究篇

第5章 民营企业融资的相关理论	71
5.1 信贷配给理论	71
5.1.1 信息不对称、逆向选择与道德风险	72

5.1.2 信贷配给的原因·····	73
5.2 中小企业金融成长周期理论·····	77
第6章 民营企业融资演变轨迹与特征 ·····	79
6.1 民营企业总体发展状况分析·····	79
6.1.1 民营企业对经济发展的贡献·····	79
6.1.2 民营企业发展的特点·····	82
6.1.3 民营企业发展过程中存在的问题·····	84
6.2 民营企业融资轨迹的阶段划分·····	87
6.2.1 民营企业融资轨迹的阶段划分·····	87
6.2.2 关于民营企业的再说明·····	91
6.3 民营企业融资特征分析·····	92
6.3.1 市场机制确立期(1986—1993年)·····	92
6.3.2 市场机制发展期(1994—1996年)·····	97
6.3.3 市场机制完善期(1997年至今)·····	105
第7章 浙江民营企业融资经验借鉴及其启示 ·····	114
7.1 民营企业对民间金融的利用·····	114
7.1.1 民间金融的主要类型及特点·····	115
7.1.2 民间金融对民营企业发展的作用·····	121
7.1.3 民间金融蕴涵的风险及负面影响·····	124
7.1.4 民间金融的发展经验·····	126
7.2 中小企业信用担保体系的发展经验·····	130
7.3 利用风险投资促进中小企业发展·····	136
7.3.1 风险投资发展现状·····	136
7.3.2 风险投资发展的成功经验·····	139
第8章 产权制度与民营企业融资 ·····	143
8.1 产权明晰:企业融资的微观基础·····	145

8.2 产权制度安排:企业融资的一个理论分析框架·····	147
8.2.1 模型构建·····	148
8.2.2 不同产权制度安排对银企融资博弈影响的效应分析·····	150
8.3 产权缺陷:民营中小企业融资的现实考察·····	154
8.4 产权明晰及保护:缓解融资困境的根本途径·····	158
第9章 公司治理与民营企业融资·····	163
9.1 公司治理问题的理论背景·····	164
9.1.1 公司治理问题的内涵·····	164
9.1.2 公司治理问题的提出和演进·····	166
9.1.3 不同体制中公司治理模式的差异及替代机制·····	167
9.2 民营企业公司治理改革的重要性及其特点·····	171
9.2.1 民营企业公司治理改革的重要性·····	171
9.2.2 民营企业公司治理与国有企业公司治理的区别·····	172
9.3 民营企业公司治理的现状·····	173
9.4 完善民营企业公司治理的设计·····	176
第10章 完善民营企业融资体系的建议·····	180
10.1 充分利用民间资金·····	180
10.2 逐步完善中小企业信用担保体系·····	184
10.2.1 中小企业信用担保体系建设现状·····	184
10.2.2 进一步发展中小企业信用担保体系的政策性建议·····	187
10.3 大力发展中小企业风险投资·····	193
10.3.1 中小企业风险投资体系建设现状·····	193

10.3.2 加快中小企业风险投资体系建设的 政策性建议·····	196
--------------------------------------	-----

下篇 资本结构篇

第 11 章 西方资本结构理论回顾 ·····	201
11.1 传统资本结构理论·····	201
11.1.1 净收益理论·····	202
11.1.2 净营业收益理论·····	202
11.1.3 传统理论·····	203
11.2 现代资本结构理论·····	205
11.2.1 MM 理论 ·····	205
11.2.2 修正的 MM 理论 ·····	206
11.2.3 权衡理论·····	207
11.3 新资本结构理论·····	208
11.3.1 代理理论·····	208
11.3.2 信号传递理论·····	209
11.3.3 优序融资理论·····	211
第 12 章 民营企业融资结构及资本结构特征分析 ·····	213
12.1 乡镇企业融资结构的动态变化·····	214
12.1.1 乡镇企业负债结构分析·····	214
12.1.2 乡镇企业权益结构分析·····	220
12.2 乡镇企业融资结构特征·····	222
12.2.1 乡镇企业融资结构的计算方法与 计算结果·····	222
12.2.2 乡镇企业融资结构分析·····	225
12.3 民营企业资本结构的总体特征·····	231

12.4 基本结论及深入探讨·····	234
12.4.1 乡镇企业的融资特点·····	234
12.4.2 对我国民营企业融资决策的 进一步讨论·····	235
第13章 民营企业资本结构与企业绩效的实证分析 ·····	239
13.1 资本结构与企业绩效:前人的实证分析 ·····	239
13.2 模型构建与数据分析·····	242
13.2.1 模型构建·····	242
13.2.2 数据来源及分析方法·····	243
13.2.3 数据分析·····	244
13.3 实证分析·····	246
13.3.1 乡镇集体企业资本结构与企业 绩效分析·····	246
13.3.2 乡镇私营企业资本结构与企业 绩效分析·····	250
13.4 结论·····	253
第14章 民营企业资本结构的形成机制及其优化 ·····	256
14.1 经济转轨与民营企业的资本结构·····	256
14.1.1 经济转轨中国有企业改革的简单回顾·····	257
14.1.2 经济转轨中民营企业发展的简单回顾·····	258
14.1.3 经济转轨与民营企业的资本结构·····	260
14.2 金融机构发展与民营企业融资·····	262
14.2.1 一个关于银行合作的模型·····	263
14.2.2 结果讨论与政策建议·····	268
14.3 基于公司治理视角的民营企业资本结构研究·····	270
14.3.1 公司治理与资本结构的关系·····	270

14.3.2 基于公司治理视角的民营企业资本结构的形成·····	273
14.4 民营企业资本结构的优化·····	276
14.4.1 构建面向民营企业的多层次融资体系·····	277
14.4.2 完善民营企业的公司治理机制·····	280
参考文献·····	284
本书写作期间已发表的相关论文目录·····	298
后记·····	300