

企业生命周期 与融资决策

来自中国制造类上市公司的证据

王艳茹◎著

中国社会科学出版社

● 中青文库 ●

本书得到中国青年政治学院出版基金资助

企业生命周期 与融资决策

来自中国制造类上市公司的证据

王艳茹◎著

中国社会科学出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

企业生命周期与融资决策：来自中国制造类上市公司的证据/王艳茹著.
—北京：中国社会科学出版社，2011. 11
ISBN 978 - 7 - 5161 - 0281 - 7

I. ①企… II. ①王… III. ①制造业—上市公司—工业企业管理—
研究—中国 IV. ①F426. 4

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2011)第 223931 号

责任编辑 李炳青
责任校对 郭 娟
封面设计 回归线视觉传达
技术编辑 张汉林

出版发行

社 址	北京鼓楼西大街甲 158 号	邮 编	100720
电 话	010—84029450(邮购)		
网 址	http://www.csspw.cn		
经 销	新华书店		
印 刷	北京市大兴区新魏印刷厂	装 订	廊坊市广阳区广增装订厂
版 次	2011 年 11 月第 1 版	印 次	2011 年 11 月第 1 次印刷
开 本	710 × 1000 1/16		
印 张	16.5	插 页	2
字 数	271 千字		
定 价	48.00 元		

凡购买中国社会科学出版社图书,如有质量问题请与本社发行部联系调换
版权所有 侵权必究

《中青文库》编辑说明

中国青年政治学院是共青团中央直属的一所普通高等学校。它于1985年12月在中央团校的基础上成立，经过二十多年的发展，目前已形成了包括本科教育、研究生教育、留学生教育、继续教育和团干部培训等多形式、多层次的教育格局。与其他已有百年历史的高校相比，中国青年政治学院进入国民教育序列的历史还显得比较短。因此，在高等教育跨越式发展的浪潮中，尽快提高学校的教学与学术水平就成为学校建设与发展的关键。2002年，学校制定了教师学术著作出版基金资助条例，旨在鼓励教师的个性化研究与著述，更期之以兼具人文精神与思想智慧的精品的涌现。出版基金创设之初，有学术丛书和学术译丛两个系列，意在开掘本校资源及域外精华。随着年轻教师的剧增和学校科研支持力度的加大，2007年又增设了博士论文文库系列，用以鼓励新人，成就学术。三个系列共同构成了对教师学术研究成果的多层次支持体系。

8年来，学校共资助教师出版学术著作近百部，内容涉及哲学、政治学、法学、社会学、经济学、文学艺术、历史学、管理学、新闻与传播等十多个学科。学校资助出版的初具规模，激励了教师，活跃了校内的学术气氛，并产生了很好的社会影响。2010年，校学术委员会将遴选出的一批学术著作，辑为《中青文库》，予以资助出版，一则用以教师学术成果的集中展示；二则希冀能以此为发端，突出学校特色，渐成风格与品牌。同时，为了倡导并鼓励学生关注社会，重视实践，寓科学研究于专业学习之中，文库还将学校长期以来组织的“智慧星火——中青学子学术支持计划”中的学生获奖作品辑为两本，一并收录在内。

在《中青文库》的编审过程中，中国社会科学出版社的编辑人员认真负责，用力颇勤，在此一并表示感谢！

中国青年政治学院科研处

2011 年 11 月

序

本书是在王艳茹同志的博士论文基础上修改而成的一本关于企业生命周期融资决策的前沿性学术专著。作者在广泛、深入研究的基础上，将企业生命周期理论与资本结构理论、股利政策理论研究有机的结合在一起，从不同角度全面地研究和探讨了基于企业生命周期阶段企业融资战略的选择问题，构建了有利于企业可持续发展的融资结构战略框架，表明作者具有较宽的学术视野和深厚的专业功底。

目前，企业“有增长无持续”的现象引起了全社会的广泛关注，企业可持续发展的问题被提上了经济发展的议事日程。关于企业生命周期的研究得到了迅速发展和广泛响应。同时，基于资源的有限性及财力资源的基础性（企业发展的根本保障），企业发展所需资金的筹集便成为企业可持续发展的瓶颈，致使企业生命周期和融资决策的问题日益为广大理论及实务工作者所关注。如何合理划分企业所处的生命周期，并根据自身的生命周期阶段理性选择融资战略，使企业的资本结构、融资结构、股利政策更好地与企业不同生命周期的特点相匹配，从资金和资源上保证企业发展的需要，是管理者面临的重大课题和难题。本书作者正是基于这样的选题背景，力图对企业生命周期理论和资本结构理论进行有效整合，在对企业不同生命周期的财务特征及其常见问题进行分析的基础上，构建企业可持续发展的融资战略框架，并运用制造类上市公司的数据对研究的观点予以实证支持。

本书内容充实，富有新意，主要体现在以下几个方面：

第一，本书运用上市公司的大样本数据对企业生命周期进行了合理划分。国内很多学者研究了企业生命周期的划分方法并建立了大量模型，但运用大样

本数据对所建模型进行验证的较少。本书作者将生命周期的定性分析和定量分析相结合,在对企业生命周期概念进行区分和界定的基础上,运用我国制造类上市公司的面板数据,以销售收入的环比增长率为标准对企业的生命周期进行划分,对企业生命周期性的现象进行了检验。

第二,本书基于企业自身的微观层面对不同生命周期的财务特征进行了分析。国内有不少研究生命周期和资本结构的文章,但基于宏观经济周期或行业周期展开研究的多,根据企业生命周期进行研究的较少。本书作者基于中国上市公司的面板数据,在合理规避宏观经济环境和行业周期影响的前提下,以企业自身的发展阶段为标准,在对企业生命周期进行划分的基础上,探讨了不同生命周期企业的现金流量状况、资本结构、融资结构和股利政策特点。

第三,本书拓展了融资结构的研究范畴。现有的融资结构研究一般仅侧重于讨论资本所有权属性的结构,即长期资本中债务资本与权益资本的比例关系,忽略了其他属性的结构。本书的研究将其他各种属性的比例关系引入筹资决策的范畴,从内外源融资结构、直间接融资结构、股债权融资结构和长短期融资结构四个不同层次对融资结构进行了拓展研究。

第四,本书创新了企业融资结构选择的研究思路。本书作者基于传统的资本结构理论,吸收西方学者关于资本结构的研究经验,结合中国上市公司的融资状况,将企业生命周期作为影响企业融资选择的重要因素,以上市的制造类公司为样本,采用方差分析、Kruskal - Wallis 非参数检验和多元回归分析的方法,运用面板数据考察了生命周期因素对资本结构的影响,并以不同生命周期的现金流量特征为基础,分析了企业在不同生命周期应选择的股利政策、融资结构和资本结构。

第五,本书构建了使企业可持续发展的融资战略。企业可持续发展作为社会经济可持续发展的基础尽管已引起广泛关注,但对于企业可持续发展的研究从宏观层面进行定性分析的多,从企业自身微观层面进行定量研究的少。本书作者将企业在不同生命周期的融资选择与其自身的可持续发展相结合,构建了使企业可持续发展的融资战略,并从上市公司和金融环境建设两个方面提出了实现企业可持续发展融资战略的对策措施。

第六,本书研究思路和研究设计科学、先进。作者运用制造类上市公司的

数据，全面系统地对企业不同生命周期阶段的财务特征进行分析，包括其现金流量特征、融资结构特征、资本结构特征和股利政策特征等，并以此为基础构建了有利于企业可持续发展的融资战略框架。作者构建的融资战略框架对学术界进一步研究企业生命周期问题有一定借鉴意义，对上市公司合理划分生命周期并据以进行融资决策有一定的参考价值。

孙茂竹

2011年2月26日

目 录

序	(1)
第一章 引言	(1)
第一节 研究背景与选题依据	(1)
一 企业自身发展的要求	(1)
二 社会经济可持续发展的要求	(3)
三 企业利益相关者的共同要求	(3)
四 融资理论发展和创新的要求	(3)
第二节 国内外研究现状	(4)
一 国外研究现状	(4)
二 国内研究现状	(6)
三 研究评述	(7)
第三节 研究内容及逻辑框架	(8)
第四节 研究方法数据来源	(9)
一 主要的研究方法	(9)
二 数据来源	(11)
第五节 相关概念界定	(12)
一 企业生命周期	(12)
二 现金流量	(13)
三 融资结构	(13)

四	融资结构与资本结构	(14)
五	股利政策	(15)
六	企业可持续发展	(15)
七	研究范围界定	(16)
第二章	企业生命的周期性	(19)
第一节	企业生命周期的理论分析	(20)
一	企业生命的周期性	(20)
二	企业生命周期理论的发展	(32)
三	相关概念界定	(40)
第二节	企业生命周期文献回顾和研究假设	(42)
一	文献综述	(42)
二	研究假设	(47)
第三节	中国上市公司生命周期的数据检验和结果分析	(50)
一	样本选择	(50)
二	生命周期分类标准的选择	(51)
三	描述性结果及统计分析	(52)
第四节	本章结论	(55)
第三章	企业生命周期的现金流量特征	(59)
第一节	相关概念界定	(60)
第二节	文献综述和研究假设	(61)
一	文献综述	(61)
二	研究假设	(64)
第三节	企业生命周期现金流量特征的数据分析	(67)
一	成长期的现金流量特征检验	(68)
二	成熟期的现金流量特征检验	(70)
三	衰退期的现金流量特征检验	(72)
四	各周期现金流量特征的对比分析	(73)
五	不同生命周期企业现金流量特征的数据分析	(75)
六	不同生命周期阶段企业现金流量特征的显著性检验	(77)

第四节	加强现金流量管理的建议	(81)
一	从战略层面重视现金流量管理工作, 增加经营活动 现金流量数量	(81)
二	以企业价值最大化作为现金流量管理的基础	(81)
三	均衡不同生命周期的现金流量分布	(82)
四	使企业现金流量管理和融资行为有效结合	(82)
第五节	本章结论和不足	(83)
第四章	企业生命周期与资本结构	(87)
第一节	资本结构的界定及计量	(87)
第二节	资本结构理论的发展脉络	(88)
一	以杜兰特为主的早期企业融资理论学派	(89)
二	以 MM 理论为中心的现代企业融资理论学派	(89)
三	以不对称信息为基础的新资本结构理论	(90)
四	产品市场竞争与资本结构关系的相关理论	(91)
五	行为财务学	(91)
六	我国学者关于资本结构的理论研究	(92)
七	资本结构理论研究的评述	(93)
第三节	文献回顾和研究假设	(93)
一	资本结构影响因素的文献回顾	(93)
二	研究假设的提出	(99)
第四节	企业生命周期和资本结构的实证检验	(101)
一	生命周期与资本结构关系的描述性统计	(101)
二	生命周期与资本结构关系的非参数检验	(104)
三	变量选择与模型设计	(104)
四	检验结果及分析	(105)
第五节	主要结论及意义	(107)
一	本章主要结论	(107)
二	本章的研究意义	(108)
第六节	研究不足与拓展	(109)

第五章 企业生命周期与融资结构	(111)
第一节 基本概念界定	(111)
一 融资	(111)
二 企业融资	(112)
三 负债融资	(112)
四 保留盈余	(113)
五 股权融资	(114)
六 折旧摊销	(114)
七 融资结构	(115)
第二节 企业融资方式的分层次比较	(116)
一 第一层次：融资的途径结构	(116)
二 第二层次：融资的关系结构	(118)
三 第三层次：融资的权益结构	(119)
四 第四层次：融资的期限结构	(120)
第三节 融资结构和资本结构	(121)
第四节 融资结构的重要性	(121)
一 融资结构对企业的委托代理关系具有重要影响	(122)
二 融资结构对控制权争夺有较大的影响	(124)
第五节 企业不同生命周期的融资选择	(125)
一 理论分析	(125)
二 文献回顾	(126)
第六节 企业不同生命周期融资结构的研究假设和数据分析	(135)
一 研究假设的提出	(135)
二 数据分析及结果解释	(137)
三 不同生命周期阶段企业的融资构成对比	(158)
第七节 优化企业融资结构的建议	(161)
一 合理进行融资选择，建立可持续发展的 融资结构战略	(161)
二 合理匹配内外源融资结构，提高内源融资占比	(161)

三	审慎选择折旧政策,使内源融资结构更加合理	(162)
四	不断提高直接融资占比,优化直间接融资结构	(162)
五	匹配资金来源和运用,确定科学的资金期限结构	(162)
第八节	本章主要结论	(163)
第九节	研究不足与扩展	(165)
第六章	企业生命周期与股利政策	(167)
第一节	股利政策的概念及研究范围界定	(167)
第二节	股利政策与融资决策	(170)
一	有关股利政策与融资的理论	(171)
二	股利政策类型	(177)
第三节	文献回顾与研究假设	(179)
一	股利政策与生命周期的文献回顾	(179)
二	研究假设	(184)
第四节	数据统计及描述性分析	(187)
一	相关概念及比例解释	(187)
二	不同生命周期阶段的股利支付比例	(188)
三	不同生命周期阶段每股现金股利的支付情况	(192)
四	不同生命周期阶段股利支付率情况	(194)
五	不同生命周期企业现金股利政策的综合分析	(196)
第五节	优化上市公司股利政策的建议	(197)
一	根据企业生命周期选择股利支付方式	(197)
二	科学规划不同生命周期现金股利的支付水平	(198)
三	均衡各生命周期阶段股利支付率的分布	(198)
四	优化上市公司股权结构,规范股利支付形式	(199)
五	放松对股票回购股利政策的限制,丰富股利支付 类型	(199)
第六节	本章结论	(200)
第七章	可持续发展的企业融资决策	(203)
第一节	企业生命周期与可持续发展	(203)

一	可持续发展的提出	(203)
二	企业可持续发展的内涵	(204)
三	企业生命周期与可持续发展的关系	(205)
第二节	企业可持续发展的意义	(207)
一	企业可持续发展是社会可持续发展的基础	(207)
二	可持续发展是实现企业财务管理目标的前提	(207)
三	可持续发展是加强企业经营管理的迫切要求	(208)
第三节	企业可持续发展的理论性与逻辑	(208)
一	目的性和权变性	(209)
二	开放性与适存性	(209)
三	“自我辨识”性	(210)
第四节	企业实现可持续发展的途径	(210)
一	影响企业可持续发展的因素	(210)
二	企业实现可持续发展的途径	(214)
第五节	企业可持续发展的融资战略	(216)
一	初创期企业的融资战略	(216)
二	成长期企业的融资战略	(216)
三	成熟期企业的融资战略	(217)
四	衰退期企业的融资战略	(218)
第六节	实施可持续发展融资战略的措施	(218)
一	上市公司实现可持续发展融资战略的措施	(219)
二	完善可持续发展融资战略金融环境的措施	(220)
第八章	结论与展望	(229)
第一节	主要结论	(229)
一	研究成果的主要内容	(229)
二	研究成果的创新	(232)
三	研究成果的应用价值	(233)
第二节	研究展望	(234)

一 研究不足	(234)
二 研究展望	(235)
后记	(248)

图表目录

图 1.1 文章研究的内容和逻辑框架	(9)
图 1.2 资本结构和融资结构	(15)
图 1.3 企业生命周期与可持续发展的关系	(16)
图 2.1 企业生命周期图解	(20)
图 2.2 爱迪斯的企业生命周期模型	(35)
图 2.3 陈佳贵的企业生命周期模型	(36)
图 2.4 李业的企业生命周期模型	(36)
图 2.5 韩福荣等的企业生命周期模型	(37)
图 2.6 企业最佳成长动态平衡	(38)
图 2.7 企业动力学系统图	(38)
图 2.8 企业规模与年龄关系图	(38)
图 2.9 三维企业生命周期模型	(39)
图 2.10 三维企业生命周期模型的平面投影	(39)
图 2.11 企业生命周期模型	(41)
图 3.1 成长期各现金流量类型所占比例	(69)
图 3.2 成熟期各现金流量类型所占比例	(71)
图 3.3 衰退期各现金流量类型比例	(72)
图 3.4 不同生命周期各现金流量类型比例图	(74)
图 5.1 内部融资与企业发展阶段	(117)
图 5.2 资本结构和融资结构	(121)

图 5.3 成长期内外源融资结构	(156)
图 5.4 成熟期内外源融资结构	(158)
图 5.5 衰退期内外源融资结构	(159)
图 6.1 企业不同生命周期股利政策	(186)
图 7.1 企业生命周期与可持续发展	(206)
图 7.2 企业融资市场可持续发展能力与“三能力”之间的关系	(221)
表 2.1 企业不同生命周期职能的变化	(45)
表 2.2 生命周期划分的常见方法和阶段	(46)
表 2.3 生命周期划分的描述性统计	(52)
表 2.4 上市公司生命周期阶段变化情况	(53)
表 2.5 不同生命周期阶段企业的财务特征	(54)
表 3.1 成长期企业现金流量特征	(68)
表 3.2 成熟期企业现金流量特征	(70)
表 3.3 衰退期企业现金流量特征	(72)
表 3.4 不同生命周期企业的现金流量方向统计	(73)
表 3.5 变量定义	(75)
表 3.6 不同生命周期现金流量数据	(76)
表 3.7 现金流量的方差分析	(78)
表 3.8 不同生命周期现金流量差异的 LSD 检验	(80)
表 4.1 企业生命周期和资本结构关系的描述性统计	(102)
表 4.2 不同周期阶段资本结构的非参数检验	(104)
表 4.3 变量定义	(105)
表 4.4 模型回归结果	(106)
表 5.1 西方七国的企业融资结构	(128)
表 5.2 20 世纪 90 年代美国公司股票发行净额	(129)
表 5.3 变量定义及计算	(138)
表 5.4 不考虑折旧和商业信用时的内外源融资结构	(140)
表 5.5 删除极值之后的内外源融资结构比较	(141)