

内部资本市场环境下的 企业资本预算研究

李文昌 著

本书受江苏省社科基金(10EYC022)和江苏高校哲学社会科学

内部资本市场环境下的 企业资本预算研究

李文昌 著

 江苏大学出版社
JIANGSU UNIVERSITY PRESS

镇江

图书在版编目(CIP)数据

内部资本市场环境下的企业资本预算研究 / 李文昌
著. —镇江: 江苏大学出版社, 2014. 11
ISBN 978-7-81130-845-7

I. ①内… II. ①李… III. ①资本市场—研究 IV.
①F830.9

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2014)第 254076 号



内部资本市场环境下的企业资本预算研究

Neibu Ziben Shichang Huanjingxia De Qiye Ziben Yusuan Yanjiu

著 者/李文昌

责任编辑/柳 艳

出版发行/江苏大学出版社

地 址/江苏省镇江市梦溪园巷 30 号(邮编: 212003)

电 话/0511-84446464(传真)

网 址/http://press. ujs. edu. cn

排 版/镇江文苑制版印刷有限责任公司

印 刷/丹阳市兴华印刷厂

经 销/江苏省新华书店

开 本/890 mm×1 240 mm 1/32

印 张/7.5

字 数/200 千字

版 次/2014 年 12 月第 1 版 2014 年 12 月第 1 次印刷

书 号/ISBN 978-7-81130-845-7

定 价/32.00 元

如有印装质量问题请与本社营销部联系(电话:0511-84440882)

前 言

长期以来,资本预算理论的重心是对未来收益流的估计和确定合理的资本折现率,其本质上是一个资产定价问题。因而存在一个与之紧密相关的财务学问题:如何改善资本预算实践、加强对资本预算过程及其结果的经济分析,即如何将现代财务经济学深入组织内部,分析所建立的信息不对称和代理成本理论应用于资本预算,使资本预算能反映组织结构特性、管理者行为特性和公司财务结构特性。内部资本市场理论是 20 世纪 70 年代,组织经济学领域为深入企业内部,解释 M 型企业效率来源所建立的一种概念框架。尽管该理论长期以来被公司财务学主流研究所忽视,但它能很好地解释分权管理模式下公司内部资本配置的作用。

本书的研究基于资本预算和内部资本市场研究现状,强调资本预算是内部资本市场的核心功能;在此基础上研究资本预算动态价值模型及内部资本市场预算激励机制;最后围绕内部资本市场资本预算问题进行检验。本书研究的重点内容包括:

1. 建立了内部资本市场的制度(结构)一行为一绩效的理论框架,界定了内部资本市场概念及其与资本预算的关系。对其运行和控制过程建立了一个集成战略、公司治理和风险控制的整体分析框架,以厘清及提高内部资本市场效率和对投资机会的把握。这些研究将会成为内部资本市场规范和实证研究的基础。
2. 根据信息不对称和代理问题,构建了资本预算的动态模

型,并在模型中引入了融资约束和代理成本;进而采用广义矩估计法(GMM)对融资约束和代理成本进行估计,并将估计所得参数用于对资本预算 NPV 法的调整,提出了一个改进 NPV 的资本预算方法。

3. 基于内部资本市场预算租金概念,从逆向选择和道德风险角度进行分析,建立了一个完整的内部资本市场契约分析框架,并证明了有效的内部资本市场预算控制对应的预算租金具有鞅性。

4. 借鉴 20 世纪 90 年代以来公司投资理论 FHP 实证分析框架,本书实证检验结果表明,中国上市公司内部资本市场通过对融资约束和代理成本的控制,能提高内部资本市场的效率,但内部资本市场对长期价值贡献很小(存在多元化折价),这表明中国上市公司资本预算的代理成本较大;接着,本书采用了季度财务报告的资本预算数据,检验并证实了我国上市企业普遍存在一种特定的代理成本——软预算约束。

目 录

第1章 导 论

- 1.1 现代公司财务理论的起源——技术财务学的建立 001
- 1.2 公司财务理论的逻辑转向——MM理论 003
 - 1.2.1 现代公司财务理论的基础 003
 - 1.2.2 MM理论研究的逻辑缺失 005
- 1.3 公司财务理论的发展——行为财务学的演变 007
 - 1.3.1 行为财务学的理论发展 008
 - 1.3.2 行为财务学的主要贡献和缺陷 011
- 1.4 公司财务理论的发展途径——新制度财务学的建构 014
 - 1.4.1 融合公司投资与财务结构的研究,完善新制度财务分析的运行基础 015
 - 1.4.2 重构内部资本市场理论,建立新制度财务学的制度分析载体 017
 - 1.4.3 分析财务政策的行为特征和权力结构,完善新制度财务学的方法 019
- 1.5 研究框架 022
 - 1.5.1 资本预算——现实的切入视角 022
 - 1.5.2 内部资本市场——有待完善的分析框架 025
 - 1.5.3 研究内容 027

第2章 资本预算与内部资本市场的理论演化

- 2.1 公司财务与资本预算 029
- 2.2 主要公司投资理论 033
 - 2.2.1 J 投资模型及其扩展 034
 - 2.2.2 T 投资模型及 Q 值的度量 036
 - 2.2.3 期权(Option)投资模型 037
 - 2.2.4 内部资本市场的投资模型 039
 - 2.2.5 几种资本预算模型的比较 041
- 2.3 资本预算的融资约束与代理成本 043
 - 2.3.1 资本预算与融资约束 044
 - 2.3.2 资本预算与管理者行为 047
 - 2.3.3 资本预算、融资约束和代理成本关系研究
评论 050
- 2.4 多元化与内部资本市场 050
 - 2.4.1 多元化的历程 051
 - 2.4.2 多元化效率的经济学解释及内部资本市场
理论的引入 053
- 2.5 内部资本市场的实证财务检验 055
 - 2.5.1 内部资本市场存在性的检验 055
 - 2.5.2 内部资本市场的作用与效率 058
 - 2.5.3 多元化与内部资本市场文献回顾 061
- 2.6 小结 062

第3章 内部资本市场的结构、运行和效率

- 3.1 内部资本市场的内涵 064
 - 3.1.1 内部资本市场理论的起源 064
 - 3.1.2 资本交易内部化的两种解释途径 066
 - 3.1.3 内部资本市场的概念 071

3.2	内部资本市场的结构和分类	075
3.2.1	内部资本市场与组织结构	075
3.2.2	内部资本市场的分类	078
3.2.3	内部资本市场结构的度量	080
3.3	内部资本市场的运行	082
3.3.1	内部资本市场的资本配置过程	082
3.3.2	内部资本市场的最优规模	083
3.3.3	内部资本市场的最优激励	085
3.3.4	内部资本市场的运行和治理框架	087
3.4	内部资本市场效率	092
3.4.1	资本效率的财务度量与结构关系	092
3.4.2	内、外部资本市场的效率比较	094
3.4.3	组织间内部资本市场效率比较	095
3.5	小结	098
第4章	内部资本市场资本预算的动态分析	
4.1	基本模型	100
4.1.1	动态投资的前提假定	100
4.1.2	资本预算的基本模型	104
4.2	模型求解	109
4.2.1	求欧拉方程的解析解	110
4.2.2	欧拉方程的数值解——GMM 参数估计	114
4.2.3	基于欧拉方程 GMM 参数估计的价值函数模拟	116
4.3	基本模型的扩展(Ⅰ)——融资约束	118
4.4	基本模型的扩展(Ⅱ)——代理成本	121
4.5	参数估计和资本预算方法的改进	123
4.5.1	估计模型的建立	123

4.5.2 用广义矩估计法(GMM)估计融资约束的
参数 125

4.5.3 模型的实证意义 126

4.5.4 模型对资本预算 NPV 法的改进 126

4.6 小结 127

第 5 章 内部资本市场资本预算的代理模型

5.1 内部资本市场的逆向选择模型 131

5.1.1 完全信息下的最优契约 132

5.1.2 不完全信息下的最优契约 133

5.1.3 不完全信息下的预算租金 134

5.1.4 求不完全信息下的预算优化的次优解 136

5.1.5 不完全信息下的事先行动预算模型 137

5.1.6 不完全信息下考虑信号效应的预算模型 140

5.2 内部资本市场的道德风险模型 141

5.2.1 激励可行利润转移契约 142

5.2.2 完备信息及风险中性的最优契约 143

5.2.3 分部管理者风险回避的最优契约 146

5.3 内部资本市场的混合代理模型 147

5.3.1 逆向选择与道德风险的混合模型 147

5.3.2 重复的逆向选择模型 150

5.3.3 重复的道德风险模型 154

5.4 小结 159

第 6 章 内部资本市场效率的实证检验

6.1 文献回顾与研究假说 161

6.2 研究设计 166

6.2.1 变量定义 166

6.2.2 数据样本选择及描述性统计 168

6.3	内部资本市场收益的实证检验	171
6.3.1	内部资本市场中会计收益的影响的实证研究	171
6.3.2	内部资本市场存在对企业价值的影响	175
6.4	内部资本市场投资行为的实证检验	180
6.4.1	内部资本市场中投资模型的一般检查模型	180
6.4.2	内部资本市场中对融资约束的检验	183
6.4.3	内部资本市场资本预算的代理成本模型	190
6.5	内部资本市场软预算约束的代理成本实证研究	192
6.5.1	样本数据与季度性资本支出的统计	193
6.5.2	季节性投资的因素分析模型和代理分析模型	195
6.5.3	季度性支出的实证结果及其分析	196
6.5.4	季度性资本支出的分析结论	202
6.6	小结	202
第7章 结论与展望		
7.1	主要贡献及结论	205
7.2	政策建议	207
7.3	研究的不足与研究展望	209
参考文献		
211		
后 记		
229		

第1章 导论

20 世纪后半期以来,现代公司财务理论得到极大发展,它以公司财务结构为分析对象,结合资本市场的效率研究,以金融市场的定价机制为基础,对公司理财实践进行经济分析。这一发展过程中,它不断吸收最新的经济学理论成果,形成了现代财务经济学的理论框架。但我们应该注意到:一方面,在 21 世纪的今天,公司财务实践采用的主要方法,依然来自于 70 年前公司财务理论创立初期所建立的方法,这表明:现代公司财务理论对理财实践方法的改进有限。另一方面,21 世纪的最初 10 年,就产生了两次重大的资本市场动荡,它们是 2002 年前后以安然事件为代表的财务丑闻风波、2008 年以来影响重大的美国金融危机。从表面上看,两次动荡显示了财务或金融理论在机制设计和风险预测上的不足;但深层次上,这暴露了现代公司财务理论的经济分析模式的缺陷,甚至来源于它所选择的经济学分析基础的偏差。因而,有必要回顾和评价现代公司财务理论的发展,指出其改进的方向和途径。

1.1 现代公司财务理论的起源——技术财务学的建立

现代公司财务理论关注的是所有权和控制权分离的公司制企业的财务行为,而大规模的公司制企业在 20 世纪初才出现。尽管此前就已存在资金(或资本)预算的财务管理行为,甚至有

时资金规模相当庞大。例如:中世纪意大利的美帝奇家族就建立了相对复杂的资金管理模式;19 世纪后期的摩根家族在华尔街市场的资本运作,甚至一度能替代美国中央银行的职能。但这些理财行为带有浓重的企业主或家族的个人色彩,尽管这些理财实践客观上影响了现代公司理财行为,但相对而言,它们都缺乏理论化的表述和能被公众接受的概念体系。

这一情况在 20 世纪初得以改变。一战前后,西方国家建立了大量所有权分散的公司,分散所有权和分离控制权的公司制企业成为财富创造的主体。公司制企业的外部融资渠道存在广泛的多元化,这促成了在微观经济领域内对公司融资结构和投资行为的分析。30 年代的大萧条使多数公众认识到,公司制企业并不能完全由市场“无形的手”所自动驱使,那么如何规范资本预算、控制融资风险和使公司运作透明化?上述问题构成了现代公司财务理论的逻辑起点。1932 年 Bearly 和 Means 对公司制企业管理者的激励失败做了开创性的论述,被后世认为是现代公司财务学理论框架重要的构建基石。但在当时,经济理论未能深入企业内部,公司财务的理论分析缺乏经济学分析基础。1933 年 Knight 曾经结合当时主流经济学的分析范式,对企业的风险和利润进行系统论述;1940 年 Schumpeter 在论述“企业家创造性破坏”时,也曾初步分析过公司制企业的资本构成。但客观上,新古典经济学还不能用于对企业财务管理实践活动进行解释。因而 20 世纪 50 年代以前,公司财务理论依然难以成形。此一阶段公司财务理论的重要目的是,对以前形成的财务管理方法进行系统化表述。大萧条促使社会公众关注公司的管理控制和财务行为,从而使公司财务管理实践的理论化成为必然,公司财务活动开始被规范化和原则化。1937 年 Williams 出版了《投资价值理论》,1938 年 Dewing 再版《企业理财政策》,针对以往指南性质的财务活动手册,逐步将其内容标

准化和理论化。1951年,美国学者 Joel Dean 出版了《资本预算》,最早提出了投资决策中的内部收益法;也就是同一年,Lutz 在《企业投资理论》中设计了投资项目决策的净现值法。1958年 Hirshleifer 在《最优投资决策理论》一书中对资本预算的概念、方法、标准和原理不断完善。这些系列成果最终确立了现代公司财务最早的理论分支——投资决策学派。

二战之后,管理学的多种优化理论在财务管理实践中也得到运用,财务学建立了营运资本控制方法、财务预算方法。这些财务管理方法与投资决策方法一道,构成了现代技术财务学的主要内容框架。

1.2 公司财务理论的逻辑转向——MM 理论

技术财务学的建立,有赖于美国 20 世纪 30 年代实用主义哲学流行的大背景,财务学界领域立足于对企业财务实践活动的总结,规范现代公司财务的方法体系^①。但随后对这些方法作进一步的理论解释时,却有了一次“华丽转身”,将其构建在新古典经济学的分析基础上。从此以后,以经济分析为目的的财务经济学不断发展,慢慢代替了以财务管理实践方法为重心的技术财务学。

1.2.1 现代公司财务理论的基础

为现代公司财务理论建立经济学分析基准,要归结为

^① 美国财务学会成立于 1954 年。为确定其研究内容框架,1954 年 Weston 在当时美国商业和经济研究局的资助下,对当时 59 家美国大型企业的高层会计和财务人员进行问卷调查,总结出财务活动中除了会计(簿记)活动外,企业财务活动大部分集中于长期预算、资本支出和筹资决策活动。在此背景下,就实用主义而言,现代公司财务理论开始围绕资本预算理论构建现代财务学理论框架便是一个自然的逻辑。

Modigliani 和 Miller(简称 MM)的开创性贡献。为了解释投资决策学派的资本预算行为,MM 采用了阿罗—德布鲁的一般均衡分析框架,建立了资本市场的个体理性和市场有效性的假设;将企业价值管理、风险控制和融资行为都归结为股东追求财富最大化的目标;同时为使建立的模型符合新古典分析模式,MM 财务模型的构建放弃了对组织结构、市场战略和行业竞争的关注。最终,1958 年 MM 在其开创性的文章《资本成本、公司理财和企业投资》中,证明了 MM 命题:在有效资本市场中,投资行为与企业资本结构无关。

MM 命题被认为是现代公司财务理论的起点,因为 MM 理论的建立,为公司财务的研究提供了更正式的经济分析框架。框架的确立,将传统经济学对投资行为的分析转向财务学对资本结构问题的分析,确立了资本结构是现代公司财务理论的研究核心;但与此同时,MM 理论确认其资本结构研究的起点是资本成本,资本成本是联结并分离公司财务、资本预算和资本市场的关键要素。MM 理论确立之后,便有了财务学、金融学和投资学的分野^①。在财务学领域,整个 20 世纪后半期,围绕对 MM 定理所限定的有效资本市场假设的质疑,对其推导过程中基于无税、无交易成本和财务困境成本等假设的修正,都构成了

^① 在金融学领域,多数学者都将巴舍利耶(Bachelier)1900 年的博士论文《投机理论》作为现代金融学从经济学分立出来的标志之一。与金融经济学相比,财务经济学的形成则晚得多,绝大多数学者都将伯利和米恩斯的研究视为现代公司财务理论的源头,但现代财务学更具有开创性的起点,则来自于 MM 理论。其成熟大致在 20 世纪 70 年代中后期,结合 MM 财务理论,引入实证方法,结合组织经济理论,以系统解释企业融资行为和财务结构为目的。财务经济学其影响深远,包括 Grossman 和 Hart 在内的组织经济学家,在构建其企业理论时,都很自然地将其企业理论直接用于对企业财务结构和资本结构的分析。作为经济学的一个新的分支,Jensen 于 1974 年发起的财务经济学学术期刊《Journal of Financial Economics》可以说是组织经济学成长的一个重要标志。

现代公司财务学理论构建的主线。正如 Myers 在 1991 年所言:“MM 理论创立了一种新的公司财务管理理论——面向资本市场的理论(Capital-market-oriented theory),为现代公司财务理论奠定了基础,各种财务管理实践都是 MM 思想的现实表达。”

很自然,MM 理论用于分析资本成本的方法、所建立的分析模式也影响了金融学和投资学这些相关领域的研究。在 1958 年 Markwicz 建立的均值一方差分析方法基础上,金融学随后建立了多种金融资产定价模型(资本资产定价模型、期权定价模型和多因素套利分析模型等),实际上,它们都与 MM 所讨论的资本市场的效率假设和无套利方法密切相关。在 20 世纪 70 年中期,金融学所建立的各种规范和实证研究方法,反过来被广泛用于对公司财务问题的研究,公司财务理论的经济学分析模式更为系统,财务学也有了更正式的资本市场的表达视角,财务经济学已然成形。从此,公司财务理论被完全置于经济学分析框架下。这种建构途径,直接影响到随后 40 多年间公司财务学理论的发展方向和深度。

1.2.2 MM 理论研究的逻辑缺失

尽管 MM 为公司财务理论准备了经济学分析基础,财务学随后也围绕 MM 的系列假设展开,并不断完善财务学理论体系。但从目前来看,局限于对 MM 理论的假设展开研究,忽略了 MM 在构建财务理论的研究对象和研究视角的不足。MM 理论的研究缺失集中表现在如下三个方面。

(1) 过分强调财务结构的重要性,忽略对企业投资行为和营运行为的分析。这种缺陷可以归结到 MM 理论研究对象的选择偏差。以 MM 为核心的现代公司财务理论,人为地割裂了投资问题和财务结构的关系,长期以来,公司投资问题不能进入现代公司财务理论的主流。一个明显的后果是:尽管公司财务

理论的经济分析方法有了长足发展,但即便在 21 世纪的今天,总结于上世纪初的资本预算方法,在现代公司财务管理实践中依然广泛使用。资本预算和资本支出决策方法的改进,是现代企业理财实践迫切需要解决的问题,却被 MM 理论放弃了。而将公司投资问题与资本结构问题相关联的研究,直到 20 世纪 90 年代才得到重视。

(2) 建立股东财富最大化的财务目标,掩盖了差异性偏好带来的治理和控制问题。适应经济学的效用分析模式,MM 建立了“股东财富最大化”的财务目标,此时,投资行为、价值管理、风险控制和资本结构统一于这个简化的财务目标。实际上,如果我们追寻 MM 的理论逻辑,会发现其存在一个关键问题:在“阿罗悖论”看来,公司存在分散的所有权结构时,利益相关者对投资行为、价值管理、风险控制和融资结构的偏好不可能完全相同,此时会带来公司财务决策的困境。但 MM 这样描述其处理方法:“对于不同股东偏好权衡的困难,效用理论似乎也无计可施,幸运的是我们可以回避这个问题,而交由资本市场决定,如果某种融资渠道能增加股东股份的市价,说明资本成本小于投资的边际收益,而股份的市价则可以完全交由一个完美的资本市场来确定。”偏好差异会带来一系列的治理和控制难题,这是资本市场所提供的血的教训。可惜的是,一个被 Bearly 和 Means 在 20 世纪初就提出的问题,却被 MM 丢给了“完美资本市场”!

(3) MM 财务学模型放弃了对组织结构、市场战略和行业竞争等结构性要素的分析。这种缺陷的形成原因,与前述财务目标的建立具有类似性,放弃这些理财的实践要素,是为了进一步巩固无套利方法的运用基础,简化其分析方法。这种简化虽然有利于对金融市场的宏观分析,但严重削弱了财务学理论的解释力,在实证财务领域表现更为明显:众多财务学模型建立的

分析结构与实践情况相差很大,甚至是完全相反;而且对同一问题采用不同的财务学模型所得出的结论有时互相矛盾。这些矛盾一定程度上是由于这些财务学模型放弃了实践中的结构要素而造成的。忽略组织、战略和行业结构的分析,导致了一个很现实的问题:在理财实践领域,财务管理方法的创新严重不足,因为一种实践方法总是依赖于其组织结构特征、市场结构和竞争环境。

1.3 公司财务理论的发展——行为财务学的演变

MM理论所确立的经济分析框架,是随后的公司财务理论的发展基础。之后的公司财务学分支众多,其中大部分内容是与MM理论直接有关,针对MM的效率资本市场、无所得税、无交易成本、无破产成本等假设条件的修正,但这些理论研究只是修补了MM的资本结构模型,而不可能从根本上解决MM的缺陷,因而它们也被归结为旧资本结构论^①。从方法论而言,这些研究主题的变化,并没有改变财务学的新古典研究范式。财务学研究范式的第一次转变,来自于信息经济学理论的引入,关注管理者和公司主体的行为分析,在此基础上建立了行为财务学范式^②。

① 这一类问题为旧资本结构理论,是相对基于信息经济学构建的新资本结构理论而言的。

② 当前的公司财务理论中,对行为财务的理解存在偏差,只是局限地将行为财务学简单对应于“非理性行为”的存在。但在更广泛的意义上,与管理者机会主义对应的代理成本,以及公司主体对资本市场“理性反应”的理财行为,都是建立在理性基础上的行为分析。理性分析和非理性分析,都是基于对行为的分析,而传统技术性财务则忽略了对主体行为动机选择的缺陷。因而在归结行为财务学时,更相信行为财务学也应该包括理性行为分析的内容。