

企业投融资互动决策及其 社会效益的实现研究

彭程 著

中国社会科学出版社

企业投融资互动决策及其 社会效益的实现研究

彭程 著

中国社会科学出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

企业投融资互动决策及其社会效益的实现研究 / 彭程著.

—北京: 中国社会科学出版社, 2018. 1

ISBN 978 - 7 - 5203 - 1710 - 8

I. ①企… II. ①彭… III. ①企业—投资—研究②企业
融资—研究 IV. ①F275.6

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2017) 第 314133 号

出 版 人 赵剑英
责任编辑 杨晓芳
责任校对 张爱华
责任印制 王 超

出 版 中国社会科学出版社
社 址 北京鼓楼西大街甲 158 号
邮 编 100720
网 址 <http://www.csspw.cn>
发 行 部 010 - 84083685
门 市 部 010 - 84029450
经 销 新华书店及其他书店

印 刷 北京君升印刷有限公司
装 订 廊坊市广阳区广增装订厂
版 次 2018 年 1 月第 1 版
印 次 2018 年 1 月第 1 次印刷

开 本 710 × 1000 1/16
印 张 27.75
插 页 2
字 数 456 千字
定 价 118.00 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营销中心联系调换

电话:010 - 84083683

版权所有 侵权必究

国家社会科学基金项目“企业投融资互动决策及其社会效益的实现研究”（批准号：10XGL004）

前 言

投融资决策是企业财务活动的两大部分，并因此受到公司财务界的长期关注。作为企业资金运动过程中不可分割的两个方面，一方面，投融资决策应该是相互影响，共生互动的。然而，相当长的时间内，投融资决策都被单独处理。虽然，在长期反思和探讨的基础上，学者们业已形成了有关于投融资相互关系的初步认识，但是人们更多的是关注企业融资对投资决策单信道影响。另一方面，作为经济社会发展的微观主体，企业不仅反映的是少数人的利益诉求，同时也承载着社会和谐与进步的宏观使命，其发展的好坏或发展的方向深深地影响着我国诸多重要社会目标的实现。作为直接影响企业盈利能力、持续能力和发展方向的关键变量，投融资行为的优化将无疑为这些企业社会目标的实现提供有力的财务支持。有鉴于此，本书将对投融资互动关系进行深入系统的研究，并对投融资互动优化下企业可能实现的信贷违约风险改善和就业增加进行研究，最终对我国上市公司进行检验，为我国企业投融资互动优化下财务绩效与社会效益的和谐共生提出对策措施。本书的主要内容如下：

第一，利用实物期权方法，对企业投融资互动决策机制进行了理论分析。分析表明：①受税收利益和破产成本的影响，较低的负债融资会刺激企业的投资决策，较高负债融资则会产生抑制作用；在负债代理冲突下，股东会更加注重负债的税收利益而对破产成本予以轻视，因而会产生过度投资，过度投资会反过来减少负债融资。②资本折旧会因为折旧税盾刺激企业投资，但会对负债税盾产生替代效应，从而对负债融资产生抑制，并因此减少股东的过度投资。③历史投资会因为收入效应降低企业的破产成本，从而有利于负债融资增加，存量负债会通过破产成本抑制企业投资，并通过税收利益促进企业投资；在负债代理冲突下，若存量破产风险为

零,投资后破产风险增加,此时负债会导致股东由过度投资转为投资不足;若存量破产风险非零,负债会导致股东由投资不足转为过度投资;投资不足会为企业负债融资增加创造条件,过度投资会抑制企业负债融资。④若短期负债偿还时企业无破产风险,短期负债会促进企业投资,若存在破产风险,短期负债会抑制企业投资动力;负债代理冲突下,如果企业无负债融资,股东会过度投资,但随着负债融资增加,股东过度投资会得以抑制甚至会逐渐转为投资不足。

第二,在实物期权框架下,对企业投融资互动决策下社会效益的实现进行了分析。结果发现:①新增负债融资会促进信贷违约风险的产生,而劳动力雇佣会随新增负债先增后减,而投资临界值与信贷违约风险负相关,但与劳动力雇佣正相关。②股东过度投资会进一步刺激信贷违约风险,并导致劳动力过度雇佣,投资不足会降低信贷违约风险,并导致劳动力雇佣不足。③折旧总体上会刺激就业水平,但在较低新增负债下,折旧会抑制信贷违约风险,而较高新增负债则相反。④存量负债会提高信贷违约风险,而劳动力雇佣水平随存量负债的变化按照投资前后企业破产风险不同而表现出不一样的特征,而在较低新增负债下,存量负债会因为股东从过度投资转为投资不足而对信贷违约风险的促进作用由强变弱,若新增负债比较高,情况则相反;历史投资会抑制信贷违约风险,但在较低新增负债下,历史投资会因为股东由投资不足转为过度投资而对信贷违约风险的抑制作用由强变弱,若新增负债比较高,情况则相反;如果投资前企业存在破产风险,较低新增负债下劳动力雇佣会与历史投资负相关,在较高新增负债下则相反,如果企业在投资后由无破产风险转为有风险,劳动力雇佣会随历史投资正相关。⑤若企业存在短期负债,长期负债比例会降低信贷违约风险和企业就业人数;而若短期负债偿还时企业不存在破产风险,在较低长期负债区间,长期负债会因为股东由过度投资转为投资不足再变为过度投资而对信贷违约风险的抑制作用由弱至强再到弱,企业也会由劳动力过度雇佣转为雇佣不足最后再到过度雇佣;在较高长期负债区间,长期负债会因为股东过度投资而对信贷违约风险的抑制作用变弱,而劳动力雇佣问题会变得越来越严重;若短期负债偿还时企业存在破产风险,长期负债比例会因为股东由投资不足变为过度投资而对信贷违约风险的抑制作用会由强而弱,而劳动力雇佣在较低长期负债比例下会表现为不

足,在较高长期负债下则反之。

第三,实证检验了投融资决策同期互动机制。结果发现:①负债融资对投资支出具有正向作用,企业投资也会促进负债融资,而在高负债水平下这种促进作用会弱化,并且在折旧税盾替代效应下,投资在高折旧下对负债融资促进作用也会下降;短期负债会促进投资支出,但在较高破产风险下这种促进作用并未减弱。②由于负债代理冲突,若投资后破产风险上升,负债融资对投资支出具有更大的促进作用,并在股权集中背景下这种促进作用更为强烈,也就是说股东会存在过度投资问题,而折旧会抑制股东的过度投资热情,短期负债融资也会对过度投资产生抑制;过度投资会降低企业的负债融资,但在股权集中企业过度投资降低企业负债融资的现象会变弱;若投资后破产风险下降,企业会投资不足,并且股权集中型企业投资不足更明显,在投资不足情形下,投资支出对负债融资正向关系并没有变强反而变得更弱,说明投资不足并不会促进企业负债融资。

第四,实证检验了投融资决策跨期互动机制。结果发现:①历史投资支出会通过有效税率对低财务约束企业负债融资形成促进作用,但对高财务约束企业产生抑制作用。②历史投资会通过破产风险的促进作用而对负债融资产生约束。在高成长企业,历史投资并没有借由收入效应显著降低其风险,对于低成长企业,历史投资在股权集中情形下反而会对风险形成促进作用,在其他情形下也没有形成显著的风险抑制。③存量负债会显著地降低有效税率从而对投资支出形成促进作用。④存量负债会显著增加企业破产风险,从而在总体上对企业投资形成约束;而由于低成长企业过度投资问题,破产风险对投资支出的抑制作用会下降;由于高成长企业不存在投资不足,所以破产风险不会对投资支出形成更强抑制,而股权集中型企业有可能存在投资不足,所以破产风险对企业的投资动力的抑制作用会相对减少,但破产风险对投资支出的总体作用效果依然为正。

第五,实证检验了企业投融资互动决策对信贷违约风险的影响机理。结果发现:①在总体上,新增投资和历史投资都会对信贷违约风险产生促进作用,新增负债对信贷违约风险具有抑制作用,但存量负债对信贷违约风险具有促进作用。②在股权集中企业里由于过度投资问题,企业投资支出对信贷违约风险的促进作用会变得更强,而过度投资的企业将存在较低的最优负债。③资本折旧与信贷违约风险正相关,折旧并不会降低企业信

贷违约风险。④整体上,短期负债比例与信贷违约风险正相关。⑤若企业新增负债比较少,则在较低存量负债下,企业会因为过度投资而表现出更高的信贷违约风险,在较高存量负债下,企业会因为投资不足而出现较低的信贷违约风险。⑥上市公司信贷违约风险与区域商业银行不良贷款率正相关,说明通过适当的投融资互动决策并降低企业信贷违约风险能对区域金融发展产生溢出效应。

第六,实证检验了投融资决策互动机制下企业就业水平的变化。结果发现:①总体样本下,历史投资和新增投资都会促进就业人数增加,存量负债会减少企业就业,新增负债不会对就业产生显著影响,但在较高新增负债下,负债融资会对就业产生抑制,股权集中型企业会因为过度投资而产生劳动力过度雇佣。②折旧会提高企业就业人数,同时对股权集中型企业劳动力过度雇佣产生抑制。③较高短期负债融资对企业就业存在促进作用。④若投资后破产风险较低,较高短期负债比例的企业会存在劳动力过度雇佣,而较低短期负债比例的企业会劳动力雇佣不足。⑤若投资前无破产风险,存量负债不会显著抑制企业就业人数,相反存量负债会显著地降低企业的就业水平;在负债代理冲突下,若投资前存量负债比较低,较低新增负债会降低企业就业人数,若投资前存量负债比较高,较低新增负债会减少企业就业人数。⑥在高历史投资且投资前破产风险较低的企业,历史投资会促进就业增加,若历史投资比较低且投资前破产风险比较高,历史投资都会促进企业就业;在负债代理冲突下,若历史投资比较低,较低新增负债企业可能产生劳动力雇佣不足,而在较高新增负债下企业会表现出劳动力过度雇佣,若历史投资比较高,无论新增负债高低企业都会进行更高的劳动力雇佣,但并无证据表明企业存在劳动力过度雇佣或雇佣不足。⑦上市公司劳动力雇佣与区域就业水平正相关,说明通过适当的投融资互动决策并提高企业就业人数对区域社会就业产生溢出效应。

第七,相关政策建议。

本书的研究工作得到国家社会科学基金项目(批准号:10XGL004)“企业投融资互动决策及其社会效益的实现研究”的支撑;本书的编写和出版得到四川外国语大学国际商学院、重庆市重点人文社科研究基地“国别经济与国际商务研究中心”、中国社会科学出版社的大力支持,在此一并表示衷心的感谢。

此外，本书在研究、写作过程中参考了大量文献，由于篇幅所限，不能一一罗列，这里特向未被罗列的作者表示歉意，并向所有的作者表示诚挚的谢意。

由于时间仓促及作者水平有限，本书错误之处在所难免，敬望读者批评指正。

目 录

第一章 绪论	(1)
第一节 问题的提出	(1)
第二节 研究的目的和意义	(5)
第三节 概念界定和研究范畴的约定	(7)
第四节 研究方法和研究思路	(8)
一 研究方法	(8)
二 研究思路	(9)
第五节 研究的主要内容和主要框架	(11)
第六节 本书研究的创新之处	(16)
第二章 文献综述与评价	(18)
第一节 投融资决策相互关系的理论研究综述	(18)
一 经典 MM 理论与投融资决策无关论假说	(18)
二 投融资决策的相关论模型	(19)
三 相关理论的简要述评	(30)
第二节 投融资决策相互关系的实证研究述评	(32)
一 国外相关实证研究	(32)
二 国内相关实证研究	(43)
三 相关实证研究的简要述评	(48)
第三节 投融资决策与企业社会效益相互关系的研究述评	(49)
一 国外研究简要述评	(49)
二 国内研究简要述评	(57)
三 相关实证研究的简要述评	(60)

第三章 企业投融资互动决策机制的理论分析	(61)
第一节 前言	(61)
第二节 企业投资与负债融资决策基本模型	(65)
一 企业投资决策实物期权基本模型	(65)
二 企业融资决策实物期权基本模型	(67)
第三节 企业投资与负债融资决策互动分析基本模型	(69)
一 模型假设	(69)
二 企业价值评估	(72)
三 企业价值最大化下的投融资决策优化与投融资 互动机制分析	(74)
四 股东价值最大化下的投融资决策优化与投融资 互动机制分析	(83)
五 本节主要结论	(88)
第四节 企业投资与负债融资决策互动分析折旧模型	(89)
一 企业价值最大化下的投融资决策优化与投融资 互动机制分析	(90)
二 股东价值最大化下的投融资决策优化与投融资 互动机制分析	(97)
三 本节主要结论	(100)
第五节 企业投资与负债融资决策互动分析动态模型	(101)
一 企业价值最大化下的投融资决策优化与投融资 互动机制分析	(102)
二 股东价值最大化下的投融资决策优化与投融资 互动机制分析	(115)
三 本节主要结论	(125)
第六节 企业投资与负债融资决策互动分析的负债 期限结构模型	(126)
一 企业价值最大化下的投融资决策优化与投融资 互动机制分析	(126)
二 股东价值最大化下的投融资决策优化与投融资 互动机制分析	(136)

三 本节主要结论	(143)
第七节 本章小结	(144)
第四章 企业投融资互动决策下社会效益实现的理论分析	(146)
第一节 前言	(146)
第二节 企业投融资互动决策机制下的信贷违约风险	
抑制效应研究	(149)
一 信贷违约风险度量与分析	(149)
二 投融资互动决策基本模型下的信贷违约风险分析	(152)
三 投融资互动决策折旧模型下的信贷违约风险分析	(158)
四 投融资互动决策动态模型下的信贷违约风险分析	(162)
五 投融资互动决策负债期限结构模型下的信贷	
违约风险分析	(169)
六 本节主要结论	(173)
第三节 企业投融资互动决策机制下的就业效应研究	(175)
一 劳动力雇佣水平的度量与分析	(175)
二 投融资互动决策基本模型下的劳动力雇佣分析	(177)
三 投融资互动决策折旧模型下的劳动力雇佣分析	(180)
四 投融资互动决策动态模型下的劳动力雇佣分析	(184)
五 投融资互动决策负债期限结构模型下的	
劳动力雇佣分析	(190)
六 本节主要结论	(193)
第四节 本章小结	(194)
第五章 企业投融资决策同期互动机制的实证检验	(197)
第一节 前言	(197)
第二节 研究假设	(200)
一 同期负债融资决策影响投资支出的相关假设	(200)
二 同期投资决策影响负债融资的相关假设	(204)
第三节 实证研究设计	(206)
一 研究样本	(206)

二 模型建立与变量定义	(207)
三 研究方法的选择	(220)
第四节 实证研究结果	(225)
一 单变量的相关性分析	(225)
二 企业投融资决策同期互动机制的初步检验	(226)
三 不同负债水平下负债融资与投资支出互动机制的 进一步检验	(233)
四 不同折旧条件下负债融资与投资决策同期互动机制的 进一步检验	(237)
五 负债代理冲突下负债融资与投资决策同期互动 机制的进一步检验	(241)
六 负债期限结构下负债融资与投资决策同期互动机制的 进一步检验	(254)
第五节 本章小结	(257)
 第六章 企业投融资决策跨期互动机制的实证检验	(259)
第一节 前言	(259)
第二节 研究假设	(260)
一 基于投资决策的相关假设	(260)
二 基于融资决策的相关假设	(263)
第三节 实证研究设计	(267)
一 研究样本与数据来源	(267)
二 研究模型与变量说明	(267)
三 研究方法的选择	(273)
第四节 实证研究结果	(276)
一 描述性统计	(276)
二 单变量的相关性分析	(279)
三 负债融资与投资支出跨期互动关系存在性检验	(281)
四 负债融资与投资支出动态作用关系的初步检验	(285)
五 不同财务约束下负债融资行为的进一步检验	(294)
六 负债代理冲突下破产风险影响企业投资行为的	

进一步检验	(296)
七 企业投资决策风险后果的进一步检验	(303)
第五节 本章小结	(305)
第七章 企业投融资互动机制下的信贷违约风险抑制效应实证检验	(307)
第一节 前言	(307)
第二节 研究假设	(310)
一 同期投融资互动决策影响信贷违约风险的相关假设	(310)
二 跨期投融资互动决策影响信贷违约风险的相关假设	(315)
第三节 实证研究设计	(317)
一 研究样本与数据来源	(317)
二 研究模型与变量说明	(317)
三 研究方法的选择	(320)
第四节 实证研究结果	(320)
一 描述性统计	(320)
二 同期投融资互动决策影响信贷违约风险的实证检验	(323)
三 跨期投融资互动决策影响信贷违约风险的实证检验	(338)
四 上市公司信贷违约风险的溢出效应分析	(345)
第五节 本章小结	(346)
第八章 企业投融资互动机制下的就业效应实证检验	(348)
第一节 前言	(348)
第二节 研究假设	(351)
一 同期投融资互动决策影响企业就业水平的相关假设	(351)
二 跨期投融资互动决策影响就业水平的相关假设	(354)
第三节 实证研究设计	(356)
一 研究样本与数据来源	(356)
二 研究模型与变量说明	(357)
三 研究方法的选择	(358)
第四节 实证研究结果	(358)

一	描述性统计	(358)
二	同期投融资互动决策影响企业就业人数的实证检验	(361)
三	跨期投融资互动决策影响信贷违约风险的实证检验	(374)
四	上市公司劳动力雇佣的溢出效应分析	(383)
第五节	本章小结	(384)
第九章	相关政策建议	(386)
第一节	打造人格化的投资主体,完善资本市场	
一	公司治理机制	(386)
二	大力发展机构投资者,引入人格化股权主体	(387)
三	加快建设债券市场,引入人格化债权主体	(388)
第二节	完善高管遴选机制,打造公司高效的决策主体	(390)
一	促进经理人市场建设,完善经理人才市场供给机制	(391)
二	创建独立董事统一供给机制,实现真正的 “独立”与“懂事”	(392)
第三节	改善银行经营环境,强化银行对上市公司	
一	治理效力	(394)
二	深化银行体制改革,优化银行内部治理环境	(394)
三	完善内控机制,强化银行信贷风险防范能力	(395)
四	规范政府行为,完善公司破产的制度环境	(396)
第四节	本章小节	(398)
第十章	研究结论、局限性及展望	(399)
第一节	主要研究结论	(399)
第二节	研究局限性及展望	(404)
参考文献		(406)
后 记		(428)

第一章

绪 论

第一节 问题的提出

投融资决策是企业财务活动的两大部分，并因此受到公司财务界的长期关注。毫无疑问，作为经济社会发展的微观主体，企业不仅反映的是少数人的利益诉求，同时也承载着社会和谐与进步的宏观使命，其发展的好坏或发展的方向深深地影响着我国当前诸如城乡统筹、扩大就业、改善民生、绿色低碳、社会发展等重要社会目标的实现。所以，作为直接影响企业盈利能力、持续能力和发展方向的关键变量，对于投融资决策的关注应突破以往企业经济利益最大化的单一视角，并将之融入经济利益与社会效益并举的两维度框架中，从而在为企业追逐经济利益的同时谋取诸多社会目标的实现。本书拟从企业项目投资（固定资产投资）入手，结合近年来取得的相关成果，探索能够改善投融资决策效率、增加企业价值的投融资决策互动机制，并在这种互动模式下对企业扩大就业、社会发展等社会目标的实现进行分析，从而在增进企业财务绩效和财务效率的同时为社会和谐发展提供微观分析基础。

根据新古典经济学的假设，企业一度被描述成一个充分有效率并且交易成本为零的基本微观单位，管理者所应作出的经营决策是依据其生产函数确定最优的生产产量，而并不需要考虑采购、销售过程以及货币资本的缺乏。在这样的假设下，企业是一个按照市场均衡价格组合各种生产要素进行生产，并以此追求利润最大化的经济主体（杨瑞龙、周业安，2001）。此时，企业投资决策只由其生产函数推演而出，而融资则被完全视作一个独立的外生变量。或者说，企业融资方案的选择并不会影响企业

的投资价值,企业在经营过程中无须考虑融资决策。可以说,新古典经济学曾经为企业投融资决策的实践与研究提供了重要的基础,极大地提高了企业决策的科学性。然而,新古典经济学是基于经济行为主体完全理性、充分信息和完全竞争,以及资源的自由流动与同质性等假设之上,并得出了一种投融资决策相互独立的观点。事实证明,现实经济世界远没有达到上述假设条件下无摩擦的完善市场状态。Geanakoplos (1990)认为有多个原因使理论上的完全市场并不存在,其中包括交易成本、不对称信息和道德风险等。因此,投融资决策“分离假说”远非两者相互关系的真谛所在。以 Miller (1977)、Baxter (1967)、Jensen 和 Meckling (1976)、Myers (1977)为代表的学者分别从税收因素、破产成本以及代理冲突等不完善因素出发,对企业投融资决策之间的关系做了更深入的研究,并且发现在这些因素的作用下,企业价值不再独立于融资方式的选择,投资与融资决策间存在着某种直接或间接的影响关系。然而,这并未展示投融资决策间相互作用的关系。与之不同,Myers (1974)直接分析了投融资互动下的资本预算问题,并引发了广泛的讨论,如 Bar-Yosef (1977)、Ashton 和 Atkins (1978)及 Wood 和 Leitch (2004)等人的研究,从而揭开了投融资互动关系研究的新篇章。然而,这类研究者在承认投融资相互影响的内在特征以及投融资互动决策重要作用的基础上,却无意将投融资内在依存关系作为其研究的重点,而仅仅提出了一种供企业在投融资互动框架下进行投资分析的工具,例如 APV (adjust present value) 模型、FPV (financing present value) 模型等。正如作者本人所承认,这些模型只是希望在现有理论基础上进行部分改进,其间仍存在或多或少的缺陷。显然,在充满诸多不确定因素的企业决策中期望通过有限几个模型为企业一劳永逸地解决科学决策问题并不现实,而只有转换视角,以投融资决策内在依存关系为突破口,辅以科学的决策工具或决策模型,才能在深化决策主体对投融资决策认识的基础上,提升企业决策的科学性和有效性。鉴于这种认识,更多的文献集中于在各种不完善因素下对企业投融资互动关系的分析。以税收利益、破产成本和债务再融资成本为基础,Mauer 和 Triantis (1994)对企业投融资决策间的动态影响进行了研究,结果发现暂停和重启的运营柔性可以增加企业债务融资的能力,而由再融资带来的融资柔性对运营决策的影响并不大。然而,他们研究的焦点主要集中在经营柔性对