

T 高等院校研究生用书
EXTBOOKS FOR
GRADUATES

财务管理理论前沿专题

主编 周守华 汤谷良 陆正飞 王化成

T 高等院校研究生用书
EXTBOOKS FOR
GRADUATES



财务管理理论前沿专题

主编 周守华 汤谷良 陆正飞 王化成

中国人民大学出版社

· 北京 ·

图书在版编目 (CIP) 数据

财务管理理论前沿专题/周守华主编. —北京: 中国人民大学出版社, 2013. 11
高等院校研究生用书
ISBN 978-7-300-18248-3

I. ①财… II. ①周… III. ①财务管理-高等学校-教材 IV. ①F275

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2013) 第 247255 号

高等院校研究生用书

财务管理理论前沿专题

主 编 周守华 汤谷良 陆正飞 王化成

Caiwu Guanli Lilun Qianyan Zhuanti

出版发行 中国人民大学出版社

社 址 北京中关村大街 31 号

电 话 010-62511242 (总编室)

010-82501766 (邮购部)

010-62515195 (发行公司)

网 址 <http://www.crup.com.cn>

<http://www.ttrnet.com> (人大教研网)

经 销 新华书店

印 刷 北京东方圣雅印刷有限公司

规 格 185 mm×260 mm 16 开本

印 张 29.25 插页 1

字 数 580 000

邮政编码 100080

010-62511398 (质管部)

010-62514148 (门市部)

010-62515275 (盗版举报)

版 次 2013 年 11 月第 1 版

印 次 2013 年 11 月第 1 次印刷

定 价 59.00 元

版权所有 侵权必究

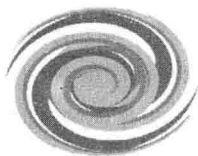
印装差错 负责调换

《财务管理理论前沿专题》编委会

主 编：周守华 汤谷良 陆正飞 王化成

编 委：（以姓氏笔画为序）

- | | |
|-----|----------|
| 王 斌 | 北京工商大学 |
| 王化成 | 中国人民大学 |
| 方红星 | 东北财经大学 |
| 吕长江 | 复旦大学 |
| 朱武祥 | 清华大学 |
| 刘志远 | 南开大学 |
| 刘俊勇 | 中央财经大学 |
| 汤谷良 | 对外经济贸易大学 |
| 杨雄胜 | 南京大学 |
| 沈艺峰 | 厦门大学 |
| 宋献中 | 暨南大学 |
| 张 鸣 | 上海财经大学 |
| 张秋生 | 北京交通大学 |
| 陆正飞 | 北京大学 |
| 陈 晓 | 清华大学 |
| 周守华 | 中国会计学会 |
| 赵德武 | 西南财经大学 |
| 姜国华 | 北京大学 |
| 魏明海 | 中山大学 |



前 言

企业的根本目标是实现健康、稳定而又可持续发展，从而最大限度地创造财富或价值。这是企业财务管理所要研究和解决的核心问题。正因为如此，企业财务管理的成功与否常常能决定企业的兴衰成败。过去十多年间，企业财务管理的环境发生了巨大变化，全球政治、经济、科技等各方面的重大变革影响甚至改变了企业财务管理的理论和方法体系，并提供了新的技术手段；企业财务管理的实践也因此产生了很多新问题。如何在变化了的与正在变化的环境下，基于企业财务管理面临的新问题，应用相关学科的理论 and 新的研究成果，在理论上推动财务管理的前沿研究，在实践上指导企业迅速适应新的财务管理环境，更好地应对新的财务管理问题，是财务管理学家面临的新任务。在中国当下，这一任务尤其重要，因为持续改革中的经济体制、日益全球化的中国经济特别是越来越多的中国企业走向全球化经营，为财务管理的理论与实践提出了很多新问题。

出于完成上述任务的目的，本书有幸邀请到了国内财务管理学领域的一些专家，主要从六个方面对现代财务管理研究已取得的成果进行综合性评述，分析未来研究方向，并结合中国国情，探讨中国现代财务管理理论及其应用的若干问题。

第一部分是财务管理理论与方法研究。这部分内容主要包括财务管理理论结构、财务理论研究方法论，以及企业估值理论和方法。财务管理理论研究主要是通过财务假设、财务管理目标、财务管理内容的分析，建立广义财务管理理论结构的基本框架及其研究路径。财务理论研究方法论主要是对财务管理研究的主要方法进行评述，包括对事件研究中显著性统计量是否能够无偏估计的评述，对自选择模型中如何控制内部信息在企业财务管理决策中的作用以及如何无偏地估计研究模型系数的评述等。此外，本书还介绍了企业估值的 Ohlson 理论内涵、对 Ohlson 模型的再思考及 Ohlson 估值理论与会计谨慎性的关系，并指出了未来可能的研究



方向。

第二部分是融资行为研究。这部分主要包括对资本结构、IPO 和 SEO 问题的探讨。自 1958 年 Modigliani 和 Miller 提出 MM 理论以来，资本结构一直是公司财务研究的重要话题。在放松 MM 理论严格的假设条件后，学者们提出了权衡理论和融资优序理论。本部分对资本结构的这三个主要理论进行了评述。近十多年来，IPO 作为企业重要融资手段的财务问题逐渐凸显，除了传统的 IPO 三大谜团（IPO 折价、新股长期弱势和 IPO 热市现象）以外，与 IPO 有关的发行制度与定价机制、募集资金投向、盈余管理等也成为我国 IPO 问题研究的热点。本书介绍了融资优序理论在我国的适用性和现金持有水平实证检验等内容，对我国上市公司股权融资偏好进行了解析；同时，也对我国上市公司再融资方式及其监管效率进行了讨论。

第三部分是投资行为研究。这部分主要包括投资理论与政策和企业并购重组行为。投资作为企业成长的主要动因和未来现金流量增长的重要基础，决定了企业的经营风险、盈利水平以及资本市场对其经营业绩和发展前景的评价。目前企业投资理论主要有以下四种：(1)新古典框架下的企业投资理论；(2)基于委托代理的企业投资理论；(3)基于信息不对称的企业投资理论；(4)基于风险与收益的企业投资理论。本书在对上述四种理论进行评述的同时，研究了企业非效率投资的判别与测度，以及企业投资支出的影响因素。除此之外，本书对企业并购重组这一重大投资活动进行了探讨，并就我国资本市场近年来推出的一系列旨在完善市场基本制度和恢复市场功能的改革措施对并购市场产生的影响进行分析，提出未来可能的研究方向。

第四部分是股利政策研究。如何将公司实现的收益在股东和企业内部留存之间进行合理的分配，是上市公司管理者面临的现实问题，也是尚未圆满解决的难题之一。1961 年 Modigliani 和 Miller 提出了股利政策与公司价值无关论。然而，在现实经济中，MM 的假设并不成立，股利政策是否影响公司价值、如何影响公司价值、公司应该如何确定股利政策等问题仍然困扰着经济学家。本书从所得税、交易成本、不对称信息及公司所有权结构等方面进行股利政策的文献回顾，并提出了未来研究的方向。

第五部分是公司治理与财务管理研究。这部分内容主要包括内部资本市场、企业集团财务、企业内部控制、财务预警系统、全面预算及业绩评价。自从 Jensen and Meckling (1976) 开创性地提出委托代理理论以来，“公司治理”一词越来越频繁地出现在公司财务问题研究中，公司治理与公司财务相融合的研究已经成为学术界重点关注的领域之一。本书基于委托代理理论，对我国企业集团财务及其内部资本市场进行了研究；在对内部控制信息披露行为的影响因素、内部控制信息披露的经济后果、内部控制缺陷及其披露影响因素等进行回顾的基础上，阐述了内部控制质量的度量、对内部控制作用的合理期望、研究方法的多元化运用；对预算管理中的编制问题、组织问题、参与者问题进行了论述；归纳经营者业绩评价与激



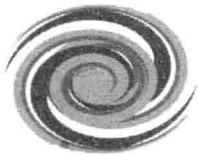
励理论所研究的基本问题，进一步解读现有的经营者业绩评价与激励研究中的优势和局限，最后提出该领域未来可能值得深入研究的方向。

第六部分是公司行为财务。传统财务理论基于理性经济人、效率市场与利润极大化的假设，着眼于客观的市场状况，却常常无法解释一些现实市场的纷乱与异常现象。行为财务学从人类决策行为出发，结合心理学、行为学的研究成果，对财务管理理论提出新的思考方向，并取得了较好的成果。其中，资本结构领域和 IPO 领域的市场择机理论、投资、筹资与收购和兼并领域的过度自信理论和股利政策领域的迎合理论最具代表性。另外，管理者羊群行为也被看成是公司行为财务的一部分内容。

希望本书的出版在推动财务管理理论前沿研究的同时，为学习财务管理的研究生与从事企业财务管理实际工作的人员提供可资参考的信息与思路。

周守华

2013 年 11 月 2 日于北京



目 录

| | |
|--|-------|
| 专题 1 广义财务管理理论结构 ——以财务管理环境为起点的研究框架 | (1) |
| 专题 2 财务理论研究方法论 | (37) |
| 专题 3 公司治理与公司财务 | (58) |
| 专题 4 企业估值理论与方法 | (90) |
| 专题 5 资本结构理论前沿：融资优序理论和现金持有水平 | (114) |
| 专题 6 IPO 中的财务问题 | (134) |
| 专题 7 企业再融资理论与政策 | (153) |
| 专题 8 投资理论与政策 | (172) |
| 专题 9 公司股利理论与政策 | (193) |
| 专题 10 财务战略与管理 | (215) |
| 专题 11 企业内部控制 | (233) |
| 专题 12 全面预算管理 | (252) |
| 专题 13 企业集团财务研究：两个不同视角 | (276) |
| 专题 14 内部资本市场 | (309) |
| 专题 15 业绩评价与激励 | (328) |



| | | |
|-------|------------------|-------|
| 专题 16 | 并购重组中的财务问题 | (348) |
| 专题 17 | 财务预警系统 | (365) |
| 专题 18 | 公司行为财务 | (394) |
| 专题 19 | 商业模式与企业价值..... | (435) |



专题 1 广义财务管理理论结构^①

——以财务管理环境为起点的研究框架

理论研究的深度，是衡量一门学科成熟与否的标志；首尾一贯的理论，则是评估实务正确与否的指南。随着国家经济的繁荣发展以及对先进财务管理理论的兼收并蓄，我国的财务管理理论研究不断进行着创新并取得多方面进展。但与此同时，很多经济生活中带有特殊经济背景的现象很难直接借鉴西方成熟理论。因此，立足于中国社会、经济发展的现状与趋势，有选择地吸收西方财务理论的精髓，在研究理念、研究体系、研究内容上积极创新，形成一套框架合理、逻辑缜密、内容完备、脉络清晰的财务管理理论结构对于引导财务管理理论研究，指导财务管理实践创新具有重要意义。

一、问题提出

（一）财务管理理论

《韦氏国际词典》（Webster's New International Dictionary）第三版将理论解释为：理论是某一研究领域的一套前后一致的假设、概念和实用原则所构成的系统。

我国《辞海》对理论的解释是：理论是概念、原理的体系，是系统化了的理性认识。

我国《现代汉语词典》对理论的解释是：理论是人们由实践概括出来的关于自然界和社会的知识的有系统的结论。

^① 中国人民大学科学研究基金“研究品牌计划”（中央高校基本科研业务费专项资金资助）项目成果（项目号 11XNI007）。



但不论怎样描述，理论与实践的关系总是非常密切并相辅相成的。它们互为对方提供支持和帮助，每一方都有助于纠正对方的缺陷，使其变得更加完善。理论的职能是扩大经验的范围，并深化其含义。凡属科学的理论，必须能完整、准确地解决两个问题：（1）如何解释实践，即认识世界；（2）如何进一步做好实际工作，即改造世界。

财务管理理论是根据财务管理假设所进行的科学推理或对财务管理实践的科学总结而建立的概念体系，其目的是用来解释、评价、指导、完善和开拓财务管理实践。

（二）财务管理的理论结构

“结构”作为哲学上的范畴是指物质及其运动的分布状态，是事物各个组成要素之间相互稳定的排列顺序、组合方式和互相制约、互相联系、互相作用、互相依赖的关系总和。一般而言，讲到结构，应包括以下两个方面的含义：一是构成系统或物质的基本要素或元素；二是这些要素或元素在整体中的作用及其排列组合，即要素之间的连接关系。即使系统的构成要素或物质的组成元素相同，但由于其连接方式不同也会引起系统或物质发生变化，因此，讲到结构，一定包括上述两方面内容。

借用结构的基本定义，笔者认为，财务管理的理论结构是指财务管理理论各组成部分（或要素）以及这些部分之间的排列关系。

笔者认为，应构建以财务管理环境为起点，财务管理假设为前提，财务管理目标为导向，由财务管理基本理论、财务管理通用业务理论、财务管理特殊业务理论和财务管理理论其他领域构成的财务管理结构体系。

财务管理环境是财务管理理论研究的逻辑起点。财务管理中的一切理论问题都由此展开，并在此基础上层层深入，形成合理的逻辑层次关系。站在企业的角度观察财务管理环境，可以将其分为外部环境和内部环境。

财务管理的外部环境包括宏观环境和市场环境，其中宏观环境包括政治环境、经济政策、社会文化环境、技术发展状况、法律状况等，市场环境则包括与企业经营密切相关的资本市场、原材料市场、人力资源市场等在内的各要素市场和产品市场的发展。宏观环境为企业交易活动的顺利进行提供了各种保障和约束，宏观环境的不同将导致市场交易成本的差异，而交易成本的大小将直接影响规范企业行为的一系列形式、内容与执行过程（李增泉等，2005），甚至会影响企业的财务管理决策。以产品市场竞争为例，较早时候已有研究发现产品市场竞争与管理者懈怠（Scharfstein, 1988）、资本结构（Chevalier, 1995）密切相关，近年来我国学者也在这方面做了大量工作。

企业的内部环境是指企业战略和治理结构，包括企业的组织架构、战略及经营



模式选择等。企业可以对内部环境施加有效影响,通过对企业组织架构、战略、经营模式等因素的调整,直接影响财务决策活动。作为企业获取竞争优势的重要途径,战略选择对企业财务决策的影响至关重要。如何界定、规划和执行一个好的战略是决定其财务状况和经营绩效的关键所在。

(三) 研究财务管理理论结构的意义

第一,建立科学的财务管理理论结构,能够弥补财务管理研究中的一项空白。有关财务管理的中外文献虽然很多,但系统、深入研究财务管理理论结构的文章基本没有。一些研究财务管理理论体系的文章虽然提出一些理论构想,但都没能进入理论结构的实质领域。在研究财务管理理论时,既要研究财务管理理论的构成要素,也要研究财务管理理论各个构成要素之间的内在联系,然后再按这种内在联系排列组合起来,形成一个理论框架,以便用于指导财务管理的实践和财务管理的理论研究。因此,建立科学的财务管理的理论结构具有重要意义。

第二,建立科学的财务管理理论结构,是正确进行财务管理理论研究的需要。任何一门学科的理论都需要有一种概念框架作为统一推理,财务管理也不例外。财务管理的理论结构,就是通过构建财务管理理论的各个组成部分及其相互关系,从而为财务管理的理论研究提供依据。只有建立了合理的理论结构体系,才能对复杂的客观事物进行抽象,从而更深刻地理解客观事物。因此,从我国财务管理实践出发,同时借鉴西方财务管理理论的研究成果,不断进行财务管理理论结构的研究,就能根据不断变化的财务管理实践而更新观念,创建新的理论。也只有如此,财务管理理论才能得到长足的进步。

第三,建立科学的财务管理理论结构,是有效指导财务管理实践的需要。从财务管理的感性认识发展到理性认识,认识的过程和任务尚未完成,必须回到财务管理实践中,实现第二次飞跃。这是因为,一方面正确的财务管理理论必须反映财务管理的规律性,因此,财务管理理论是否正确,必须接受财务管理实践的检验;另一方面,理论的目的是指导实践,只有实现了对财务管理实践的解释、评价和指导,财务管理理论才有了真正的归宿。笔者认为,社会主义市场经济条件下财务管理工作的完善和发展,都必须有正确的财务管理理论体系的指导。

二、中外文献回顾

(一) 外部财务管理环境与公司财务理论研究

外部财务管理环境包括国家层面的经济环境及与企业经营密切相关的各种市场环境。近年来,越来越多的学者注意到国家和地区在经济制度、法律保护状况等方



面的差异，并将其作为重要解释变量纳入微观企业经营行为的研究框架。同时，各种要素市场的发展状况对企业经营行为的影响也开始受到学者们的关注。研究的内容主要包括：财务管理环境如何影响企业的组织和治理结构、战略选择等企业内部理财环境及财务管理环境如何影响企业的理财行为。

1. 宏观环境

宏观环境为企业交易活动的顺利进行提供了各种保障和约束，宏观环境的不同将导致市场交易成本的差异，而交易成本的大小将直接影响到规范企业行为的一系列形式、内容与执行过程（李增泉等，2005），进而会影响企业的财务管理决策。以产品市场竞争为例，较早时候已有研究发现产品市场竞争与管理者懈怠（Scharfstein, 1988）、资本结构（Chevalier, 1995）密切相关，近年来我国学者也在这方面做了大量工作。李青原等（2007）发现，随着公司产品市场竞争性的增加，财务杠杆起初会增加，但在资产专用性随着产品市场竞争增加至某一临界值后，财务杠杆会转为下降趋势。姜付秀等（2008）发现产品市场竞争对公司资本结构偏离目标资本结构水平产生显著影响。除此之外，我国的社会结构特性（李心合，2005）、国家经济政策（饶品贵、姜国华，2010）等因素对财务管理活动的影响也都得到了一定程度的证明。

随着计划经济体制已逐步瓦解，市场在资源配置过程中逐步发挥作用。然而，到目前为止，政府在经济活动中仍然处于主导地位，市场化改革仍处于攻坚阶段，在部分时期部分地区甚至有倒退的迹象。同时，由于市场经济建设时间较短，中国的市场经济建设仍处于起步阶段，与西方成熟的经济体相比，在产权保护、市场化程度及法制水平等方面还存在很大差距，这些都使得市场交易成本大大增加，从而对企业的治理结构和经营决策产生重要影响。以美国等成熟市场国家为研究情境的财务学文献研究是基于充分竞争的市场环境下，独立的市场主体在完善的法律保护背景下进行的；而在中国典型的新兴加转轨市场环境下，企业的组织和治理结构安排必然与成熟市场存在差异。

最近，越来越多的学者注意到新兴市场国家与发达国家在法律制度、产权保护程度等方面的差异，并深入考察这种特殊的市场环境如何影响企业的治理结构（Fan et al., 2011）。正如学者们观察到的那样，法律保护不健全及严重的政府干预是新兴市场国家的普遍特征，通过税收、法规、国有控制等手段，政府影响和控制了商业经济中从生产过程、产出，到诸如劳动力、土地、资源、能源、建筑及金融等各个方面。正因为如此，法律保护程度和政府干预程度是新兴市场中企业决策的关键影响因素（Shleifer and Vishny, 1994, 1998; La Porta et al., 1999）。而内生于该制度环境的企业也可能存在特殊的治理模式，一种典型的企业行为就是建立政治关联。

Bartels and Brady (2003) 认为，企业所处的制度环境决定了其建立政治关联



的动机,制度环境越落后,企业建立政治关联的动机越强。Chen, Li and Su (2005) 研究发现,在金融发展滞后、政府管制较多、非正式税收负担越严重、司法体系越薄弱的地区,民营企业越可能参与政治。由此导致的结果是,政府的腐败程度越高,企业的组织结构越复杂,公司治理越薄弱 (Fan et al., 2009 等)。Chen et al. (2010) 研究发现,当地区的市场化进程较为缓慢,政府官员对企业的干预动机较强时,民营企业更有动力进行“政治寻租”,即与政府官员建立政治联系。而无论基于横截面的数据还是从时间序列的角度考察,这些具有政治联系的民营企业本身的股权集中度很高,这种高度集中的股权结构安排有助于控股股东更好地向政府官员进行寻租,并最大化获取“租金”。Fan et al. (2007) 研究了 625 家 A 股上市公司的政治关系,发现 28% 的公司 CEO 曾在政府部门任职,或者现在仍担任一定的政府职位,而且这些具有政治关系的公司,董事会的专业化水平较低。刘慧龙等 (2010) 研究发现,公司聘用政治关联高管的目的不同,决定了它们所采用的激励策略也不同。在国有控股公司中,政治关联公司的高管报酬业绩敏感性低于非政治关联企业,而在非国有控股公司中,政治关联公司的高管报酬业绩敏感性高于非政治关联企业。陈冬华等 (2005) 也发现,国有企业的高管报酬业绩敏感性较差,而大量进行在职消费是国有企业薪酬管制下高管人员的一种替代选择。游家兴等 (2010) 通过对 ST 公司中高层管理人员变更情况进行考察,发现高管的政治关联越密切,因业绩低劣而被迫离职的可能性越小。即高管所拥有的政治资源成为其构筑职位壕沟的资本,弱化了公司治理对高管应有的监管和约束机制。

政治关联的建立显著影响了公司财务决策行为和公司价值。在新兴市场国家中,很多企业的价值提升是源于其对政府的寻租 (Fisman, 2001), 例如,许多研究都证明企业管理层有动机和地方官员建立政治联系,因为这些官员可以影响国有商业银行的信贷决策以及赋予企业部分商业特权 (Sapienza, 2004; Dinc, 2005; Fan et al., 2007; Claessens et al., 2008 等)。然而,建立政治关联也会给企业带来沉重的政治负担,梁莱歆、冯延超 (2010) 从扩大就业规模、保持社会稳定的政治性成本角度研究了政治关联对企业雇佣行为的影响,研究发现政治关联企业的雇员规模、薪酬成本均显著高于非关联企业,即建立政治关联的民营企业受到了政府为实现扩大就业、促进社会稳定目标而进行的政治干预,支付了更高的薪酬成本。刘慧龙等 (2010) 也发现,国有企业的政治关联显著降低了员工的配置效率,员工冗余程度更高。Chen et al. (2010) 发现,在具有政治关联的国有企业中,企业投资规模与企业的成长性并不相关,即政治关联损害了国有企业的投资效率。

除关注法律制度、政府治理质量等正式制度因素对企业决策的影响外,现有文献逐渐注意到声誉机制、关系、道德约束等非正式制度因素对企业财务决策的影响。因为,在新兴市场国家,企业家往往最后选择通过诉诸法律来解决商业纠纷,原因在于法律救济往往具有很高成本。大量契约关系往往通过能够建立和维护履约



双方共同预期的替代方式来保障 (Fan et al., 2010), 这些替代方式包括交易双方的关系、交易主体个人声誉等。Tsai (2002), Allen et al. (2005) 及 Linton (2006) 注意到, 中国许多私营企业尽管面临着不完善的法律保护环境, 在融资过程中存在明显的“信贷歧视”, 但依靠非正式的融资渠道, 中国的私营企业取得了长足发展, 并促进了中国经济的增长, 他们认为声誉机制及个人关系等机制在其中发挥了重要作用。Allen et al. (2005) 还因此将中国视为“法与金融”等文献研究结果的反例。然而, Ayyagari et al. (2010) 对上述观点提出质疑, 他们基于 2 400 家中国公司的详细调查数据研究发现, 通过银行等正式融资渠道获取资金的公司增长要高于通过其他非正式渠道获取资金的公司, 尽管非正式的融资渠道有助于小规模公司的发展, 但总体来看, 公司的发展更加得益于正式的融资渠道。Ayyagari et al. (2010) 等认为, 基于个人声誉及关系的非正式融资渠道对于支持私营领域的发展作用有限, 很难成为正式制度的替代。

宏观经济政策的变化对微观企业主体的影响至少包括三个途径 (姜国华、饶品贵, 2011)。首先, 宏观经济政策的实施会直接改变企业对未来经济前景及行业运行状况的判断, 进而会影响企业的财务决策; 其次, 宏观经济决策 (如货币政策、信贷政策等) 会直接影响企业的资本成本, 进而对企业财务决策产生影响; 最后, 宏观经济政策的实施可能会改变企业经营的信息环境, 影响企业获取信息的不确定程度, 从而影响企业的财务决策。周业安 (1999) 分析了中国政府金融抑制政策对企业融资能力的影响; 姚琼 (2004) 则从宏观经济环境 (包括金融市场、银行体系、通货膨胀、经济增长和利率) 角度分析了其对上市公司资本结构的影响; 肖作平 (2004) 的研究也表明, 宏观经济因素、行业因素等显著影响企业的资本结构; 饶品贵、姜国华 (2010) 的研究表明, 当国家货币政策紧缩时, 企业转而采用商业信用作为替代的融资方式, 从而在一定程度上抵消了紧缩政策的影响; 而陆正飞、祝继高 (2009) 的研究也发现在货币政策紧缩时, 企业会主动增加现金持有水平, 以抵御风险。

2. 市场环境

除宏观环境外, 各种要素市场及产品市场的发展也会对企业组织和治理结构及财务决策产生重要影响。

Allen and Gale (2000) 认为, 产品市场竞争可以直接替代公司治理机制, 亦即当企业面临激烈的市场竞争时, 其内部治理机制所发挥的作用将大大降低。激烈的市场竞争将直接遴选出优秀的管理层, 而将不称职的管理层淘汰。Julia Chou et al. (2011) 等研究发现, 企业面临的市场竞争会影响其治理结构的选择, 并对经理人的行为产生约束。面临激烈市场竞争的公司, 其治理结构较弱, 公司治理质量对绩效的促进作用只有在市场竞争较弱时显著存在, 从而说明市场竞争对企业的治理结构选择具有重要影响。Tian and Twite (2011) 从产品市场竞争及内部治理机



制互动的视角研究了企业产出的影响,也得出类似的结论。他们发现,当企业面临激烈的市场竞争时,内部治理机制对企业产出效率的影响降低,即产品市场竞争是内部治理机制的有效替代。

(二) 内部财务管理环境与公司财务理论研究

企业的内部环境是指企业战略和治理结构,包括企业的组织架构、战略及经营模式选择等。企业可以对内部环境施加有效影响,通过对企业组织架构、战略、经营模式等因素的调整,直接影响财务决策活动。作为企业获取竞争优势的重要途径,战略选择对企业财务决策的影响至关重要。如何界定、规划和执行一个好的战略是决定其财务状况和经营绩效的关键所在。例如,与实行成本领先战略的企业相比,实行产品领先战略的企业应不断致力于通过塑造产品或服务的独特性,以造成相对于竞争者的有利差异来获得竞争优势,为了支撑这一战略的顺利实施,必然需要企业投入大量资本进行产品的设计和改进行,如何筹集和管理这些资本就显得至关重要(Titman, 1984)。从控制风险的角度出发,实施产品领先战略的企业应当减少负债,而且企业的竞争优势越是依赖于创新,企业的财务杠杆率应该越低(王任飞, 2004)。高新技术企业作为典型的以产品领先战略为核心的企业,强调风险管控,所以需要保持较高的财务松弛空间,以应对我国高度动态的环境和企业自身的高成长要求(孔宁宁等, 2010)。任何一项产品或服务从无到有,再到其使用价值的实现,都要经过研究开发、生产、销售、售后服务等价值创造环节,不同的企业根据自己具备的资源和能力,会专注于价值链上的不同阶段,从而形成不同的经营模式,比如专注于销售和售后服务的公司,所有的产品生产可能都实行外包,从而形成轻资产型公司,而另一些专注于生产的企业,可能不得不购置大量的生产设备和厂房,从而成为重资产型公司。而不同的经营模式可能对企业的筹资、投资、分配产生不同的影响。

对公司治理结构的研究主要围绕公司治理机制及治理效率展开(Gillan, 2006; Shleifer and Vishny, 1997),具体包括:股权结构与公司治理效率的研究(Fama and Jensen, 1983; Faccio and Lang, 2001; etc.); 债权约束在公司治理中作用的研究(Jensen and Meckling, 1976; Grossman and Hart, 1982; etc.); 董事会特征与公司治理效率的研究(Rosenstein and Wyatt, 1990; Borokhovich et al., 1996; etc.); 高级管理人员报酬计划的研究(Aggarwal et al., 2007; Bebchuk and Fried, 2003; Jensen and Murphy, 1990; Rosen, 1982; Benston, 1985; etc.); 公司控制权市场在公司治理中作用的研究(Martin and McConnell, 1991; etc.); 公司治理在内部资本市场效率中的作用(郑国坚, 2008); 公司领导权结构的研究(Berg and Smith, 1978; etc.); 财务报告的真实性与公司治理关系的研究(Beasley, 1996; etc.); 媒体、机构投资者等外部力量对公司治理效率的影响



(Joe et al., 2009; Zingales et al., 2008; Li et al., 2008)。

作为公司治理理论和公司实践的核心内容,公司组织架构是财务理论研究的基础问题。组织架构的设置决定了公司控制权的配置和控制权结构,而以控制权为纽带建立的内部资本市场(ICM)是财务管理研究的热点领域。相对于外部资本市场而言,内部资本市场在监督、激励、内部竞争、资本的低成本配置等方面具有其独有的优势和特点,因而显著地影响了企业的财务决策行为。随着市场经济制度的确立和国有企业改革的深入,在政府政策和市场导向的作用下,我国在不同层次上形成了一大批企业集团。这些通过划转、重组、兼并、收购等手段建立起来的企业集团已经发展成为国民经济的主导力量,这为国内学者研究内部资本市场提供了很好的契机。国外的理论研究表明,内部资本市场之所以存在,是因为它可以克服企业与外部资本市场之间存在的信息不对称及激励不兼容,从而能更有效地进行资源配置(Alchian, 1969; Williamson, 1975)。但是这一理论似乎并不能很好地解释我国当前的现状。随着我国市场化程度的加强、信息披露状况的改善及监管的逐步到位,企业与外部资本市场之间的信息不对称程度应该日趋减缓,但却有越来越多的企业热衷于打造企业集团,通过各种方式在集团内部配置资本以构建内部资本市场。因此,处在新兴市场国家转轨经济中的企业集团内部资本市场必然有不同于成熟市场的特殊性。这种特殊性必然会影响我国企业集团内部资本市场功能的发挥和内部资本市场的运作行为,进而产生一系列经济后果。

目前,国内关于内部资本市场的研究尚处于起步阶段,缺乏系统的研究,主要研究成果包括以下几个方面:

(1) 内部资本市场有效性。内部资本市场研究是围绕资本配置效率展开的,其有效性问题一直是学者们讨论的热点。同国外学者的研究结果类似,国内学者的研究结论也主要分为两类:一类是认为 ICM 可以提高资本配置效率,增加企业价值(朱鲈华, 2007; 胡旭阳、王丽萍, 2009); 一类认为 ICM 常常出现无效配置,破坏企业价值(翁逸群等, 2000; 黎来芳, 2005; 杨棉之, 2006; 万良勇、魏明海, 2006; 邵军、刘志远, 2007, 2008; 许艳芳、张伟华、文旷宇, 2009)。与支持有效内部资本市场假设的文献相比,发现内部资本市场无效运营的证据相对更多。另外,王峰娟和邹存良(2009)通过案例分析还发现多元化程度与内部资本市场的关系并不是线性的,而是呈 \cap 形关系。

(2) 内部资本市场与融资约束关系。融资约束是很多企业面临的问题,其直接后果会造成投资不足(underinvestment)。由于我国外部资本市场尚不发达,融资约束问题在我国企业中显得更为突出(尤其是民营企业和中小企业)。缓解融资约束成为很多企业进行多元化经营、构建内部资本市场的出发点。国内学者对内部资本市场与融资约束的关系进行了比较全面的研究,发现内部资本市场能够减轻融资约束(周业安、韩梅, 2003; 韩亮亮等, 2008; 黎来芳等, 2009)。不过学者李焰