

企业投融资互动机制理论综述

覃家琦 齐寅峰 李 莉

摘要：尽管相对独立的企业投资理论、企业融资理论均有很大发展，但关于二者互动机制的研究则相对较少。研究表明，各种投融资理论都以某种企业理论作为基础，如何理解企业“黑箱”中的内容以及这些内容如何受到不同的投融资行为的影响，成为理解投融资互动机制的关键。

关键词：企业投资 企业融资 投融资互动机制

一、引言

企业的投资行为和融资行为在企业活动中具有举足轻重的作用。但在经典的 Modigliani-Miller (1958) (以下简称 MM(1958)) 那里，企业投资决策和融资决策的相互关系表现为无关性，这多少有点令人失望。虽然自 MM(1958) 之后，关于企业投资行为、融资行为的研究取得了相对独立的发展，然而，明确探讨投融资相互关系问题的学者和文献并不多。已有文献虽然没有明确探讨投融资相互关系，但仍然隐含着某种投融资关系。如何从各类相关文献中单独提取关于企业投融资相互关系的论述，如何梳理这些论述的研究脉络，正是本文的写作目的。

但我们的困难在于：面对大量的文献，如何对其加以组织？有两篇文章对本文的综述线索具有决定意义。第一篇是 Zingales(2000)，该文指出：“企业的本质与公司财务问题的互相影响已变得非常细密，以至于对企业理论中的基本问题的回答已经成为在公司财务方面获得更进一步进展的前提条件。”第二篇是 Miller(1988)，该文指出，在 MM(1958) 中，“我们选择一个费雪的 (Fisherian) 企业，而不是标准的马歇尔的 (Marshallian) 代表性企业。”

这两篇文献使我们意识到，各种投融资文献其实都建立在某种企业理论的基础之上，从而不同的企业理论理应成为第一综述线索，然后在同一企业理论基础上，我们可以再以各种互动机制的具体内容作为第二综述线索。按照发展顺序，企业理论可大致划分为三个阶段，始于斯密的古典企业、始于马歇尔的新古典企业、始于科斯 (Coase, 1937) 的新制度企业。鉴于古典经济学中尚未有对企业投融资的正式论述，我们忽略古典企业及其投融资理论。

下文如下安排。第二部分综述基于新古典企业的投融资互动机制理论；第三部分综述基于新制度企业的投融资互动机制理论；第四部分是结论。

二、基于新古典企业的投融资互动机制理论

受到 Miller(1988) 的提示，我们将新古典企业划分为马歇尔企业和费雪企业。其中，马歇尔企业被描述为生产函数 $Q=f(X)$ ，其中 Q 为单一产出产量，价格为 p ； $X=(x_1, x_2, \dots, x_{N-1}) \geq 0$ 为要素向量，其价格向量为 P 。给定价格 (p, P) ，企业利润为： $y=pf(X)-PX$ ，企业行为可表述为： $\max y$ 。而费雪企业“将企业的技术、生产以及销售的诸多细节封闭在黑箱中，仅仅集中于潜在的净现金流”(Miller, 1988)。费雪企业被描述为现金流 y ，而完全不考虑技术 $f(\cdot)$ 、要素 X 等。

(一) 基于马歇尔企业的投融资互动机制理论

基于马歇尔企业，新古典经济学关注于整体经济的资源配置和一般均衡，其过于完美的假设条件使得企业投融资问题并不重要，并且投融资不相关。这种无关性可以表述如下 (马斯 - 科莱尔等，1995，2001)。假设一家具有生产集 Q 的企业由消费者所拥有，企业所有权可以解释为每个消费者 i ($i=1, 2, \dots, I$) 都有权分得份额为 $\theta_i \geq 0$ 的利润， $\sum \theta_i = 1$ 。如果生产决策为 $q \in Q$ ，给定预算约束 $pq_i \leq W_i + \theta_i pq$ ，则具有效用函数 $u_i(\cdot)$ 的消费者 i 将获得最大化的效用水平： $\max_{q_i \geq 0} u_i(q_i)$ ，其中 q_i 为消费者 i 的消费量， p 为产出价格， W_i 为 i 的非利润财富。因此，在给定 p 的条件下，较高的利润可以增加消费者 - 所有者的总财富，从而扩大他的预算集，这是一个满意的结果。这样，在任何给定的 p 下，只要 $pq_i' > pq_i$ ，消费

者 - 所有者就会一致偏好企业实施生产计划 q' Q , 而不是 q Q 。将生产计划视为企业投资决策, 则给定上述假设, 无论所有者的效用函数怎样, 他们都会一致同意要求企业采取相同的企业投资决策以最大化利润。这也意味着: 不管 θ_i 如何分布, 即不管企业采用何种融资结构, 企业都将选择利润最大化的投资决策, 从而投融资决策不相关。这点与下文的费雪分离定理和 MM 无关性命题在结论上是相同的。

上述完美情形使得企业投融资问题无关紧要。直至凯恩斯开创了宏观经济学, 企业投资被抽象为函数 $I = I_0 + I(r)$, 经济学家们才开始严肃对待企业投资问题, 并逐渐形成基于马歇尔企业的传统和基于费雪企业的传统, 前者始于 Jorgenson(1963), 后者则始于 MM(1958)。Jorgenson(1963) 及其后的学者的研究被称为“新古典投资理论”。但是, 正如其称谓所表明的, 它们关注于企业投资行为而对融资关注甚少。Anderson-Prezas (1998) 明确考察了企业投融资的互动机制, 他们试图分析在劳动选择中债务引致的风险转移对投融资决策互动的的影响, 其结论有二: 第一, 在劳动需求上, 由于股东承担有限责任, 股东仅对在具有偿付能力状态下的剩余要求权感兴趣, 增加劳动量可以增加他们的剩余; 因此, 如果企业采取负债与权益相混合的融资方式, 那么相对于纯权益融资, 负债的增加将导致劳动的过度使用。第二, 在资本需求上, 负债的增加通过影响与边际投资相关的股东的剩余要求权的规模, 将影响边际投资的期望收益, 这种效应称为收入效应, 如果股东的权益要求权随着负债的增加而减少, 即收入效应为负, 那么资本投资与负债负相关; 否则, 二者正相关。影响收入效应的因素包括价格的不确定性、权益的发行成本。

(二) 基于费雪企业的投融资互动机制理论

接着, 我们转向基于费雪企业的投融资理论。在费雪 1930 年的《利息理论》中, 企业被抽象为一系列的现金流, 费雪所阐发的第一和第二近似理论构成了现在著名的费雪分离定理, 其内容可以表述如下: (1) 给定相关假设, 企业的投资(生产)决策与投资者的投资(储蓄)决策无关, 或者说企业的投资决策不受投资者的主观偏好的影响; (2) 给定相关假设, 企业的投资(生产)决策与企业的融资决策无关; (3) 如果允许企业自由借贷, 则给定上述假设, 企业的股利政策不影响企业的投资(生产)决策, 或者说企业投资决策与股利政策无关。

上述费雪企业和分离定理在 MM(1958) 中进一步得到阐述。MM(1958) 假设股东和债权人仅仅关心证券的市场价值, 从而仅仅关心公司产生的收入

流, 即 MM(1958) “选择一个费雪的企业, 而不是标准的马歇尔的的代表性企业”(Miller, 1988)。在此基础上, MM(1958) 提出如下无关性命题 1 和 2, MM(1961) 则提出无关性命题 3。无关性命题 1: 公司的市场价值与融资结构无关。无关性命题 2: 公司的再投资决策与再融资方式无关。无关性命题 3: 公司的市场价值与股利政策无关。

MM(1963) 对上述命题进行修正, 指出负债的税收效应将导致企业价值增加, 从而融资结构将影响投资决策。之后, 学者们对其理论的争论可以分为两条线索。一条线索指向负债所产生的税蔽价值及其对资本结构、企业价值的影响, 另一条线索指向负债所产生的破产成本、重组成本、清偿成本, 这些成本均可称为财务困境成本, 该成本随着负债的增加而递增。随着负债的增加, 税蔽价值与财务危机成本最终相抵消, 由此存在一个最优的资本结构。这便是 Myers(1984, 1993) 曾经描述过的静态权衡理论。

负债的税蔽价值和财务危机成本固然可以成为投融资互动机制的中介, 但这种机制没有直接将融资和投资决策整合在一起。Myers(1974) 试图给出一个比较一般性的投融资互动机制。考虑一个具有初始资产和负债的既存企业, 通过投资和融资行为, 企业的真实资产和金融资产将发生改变, 企业目标是通过现在和未来的投融资活动, 最大化以股东财富为代表的市场价值。通过构造一阶最优条件, Myers 提出了考虑投融资互动效应的现值概念, 并将其称为修正现值, 该修正现值除了考虑正常现值 A 之外, 还考虑了追加单位投资后所增加的负债容量、追加单位投资后所增加的现金流。

三、基于新制度企业的投融资互动机制理论

如果说上述马歇尔企业是“黑箱”的话, 费雪企业则是“黑箱中的黑箱”。对企业的这种抽象显然不利于我们对企业投融资行为的理解, 正如 Zingales (2000) 所指出的那样。我们需要打开企业“黑箱”, 而这正是自科斯(1937) 以来新制度主义学者的努力方向。通过对各理论关于企业本质的论述的仔细研读, 我们将新制度企业理论划分为三大类: 科斯企业理论、企业契约理论、企业联合体理论。

(一) 基于科斯企业的投融资互动机制

将科斯的的企业理论单独分离出来的原因在于: 通过对科斯的相关作品的仔细推敲, 我们认为科斯对企业的定义和本质的观点其实与后来的其他理论均不同。但是, 严格说来, 鲜有学者根据科斯的的企业理论来探讨企业投融资互动机制。不过, 这并不意

味着他的企业理论对企业投融资没有意义。真正重要的是,按照科斯的逻辑,我们应该将企业行为的分析重点转入企业内部而非停留在价格机制,考察企业内部的管理行为如何协调企业内部生产要素、如何节约交易成本。尤其是,科斯(1988)指出:企业内部也存在市场。但企业内部资产市场是如何运作的呢?科斯未有公开著述,只是在1990年的瑞典斯德哥尔摩会议上点评张五常的《关于新制度经济学》时指出,“雇主在企业行使控制权是协调生产要素的行动。为了完成这个任务,要将要素引入管理结构中,包括将它的层级、它的规则和它的管制引入管理结构中。如果要这样做,就存在一种控制权,但它是在一个通常完全不同于独立的签约者的方式上使用的。企业的界限是由管理的结构规定的。”至此,科斯提出了企业内部市场、管理结构等重要观点,尽管他没有在其后的研究中继续探讨,但他为后来的学者指明了研究方向。下文的综述也将证实这一点。

(二) 基于企业契约论的投融资互动机制

科斯(1937)在《企业的本质》中关于企业契约导致交易成本降低的观点得到了后来学者的格外关注,并由此产生了企业契约理论。例如,Alchian-Demsetz(1972)将企业视为与团队生产相适应的特殊契约(简称AD企业);Jensen-Meckling(1976)将企业视为契约的联结点(简称JM企业);Williamson将企业视为一种治理结构(简称Williamson企业);张五常(1983)、杨小凯和黄有光(1995)将企业视为一种要素契约。鉴于以张、杨、黄等人的企业理论为基础的投融资理论较少,我们忽略这方面的论述。

承袭科斯的逻辑,Alchian等人在团队生产理论基础上更为深入地考察了企业内部的运行机制。出于对企业本质的判断,Alchian-Demsetz(1972)将企业视为高度专业化的代理人市场,企业的人力资产和非人力资产配置均受到企业内部市场的影响。Alchian-Woodward(1987)再次强调:由于企业生产的团队性以及内部市场的信息专用性,外部市场不是配置企业内部资产的主要机制;外部市场难以为各项资产准确地定价。Alchian-Demsetz(1972)还意识到使用资产的不同监测成本影响企业对资产的租赁与购买决策。之后,Klein-Crawwarf-Alchian(1978)提出专用性资产的可侵占准租概念,Alchian-Woodward(1987,1988)继续提出资产依赖性、资产专有性、资产可塑性等理论,Alchian等人认为上述资产特性对融资类型、契约安排均具有影响。

Jensen-Meckling(1976)对AD企业持批评态度,认为企业“可作为一组个人之间的契约关系的一个联结”。尤为重要的是,Jesen和Meckling将他们的企业理论直接应用到对企业投融资行为的探讨上,

其核心观点可简述为:(1)由于存在投资者与企业家之间的代理问题,权益融资导致追求效用最大化的企业家过度投资,而负债融资则导致企业家投资于风险更高的企业;(2)代理成本的最小化导致企业最优融资结构的存在。由于Jesen-Meckling(1976)的出色分析,其研究得到了后来学者的诸多扩展。我们将这些扩展划分为两类。

扩展A:高层管理者与投资者之间的代理问题和治理结构。这类文献形成了现在丰富的企业治理理论。这个主题还可以包括资本结构的信号传递理论,该理论试图说明:企业家或高层管理者通过某种信号传递,可以让投资者更为放心的将资产投入企业。这类研究一般被称为资本结构的信号传递理论,代表作包括Ross(1976)和Leland-Pyle(1977)。

扩展B:高层管理者与低层管理者、工人之间的代理问题和管理结构。这类代理问题其实属于企业管理问题,因此,如果不对这类行为所依附的企业层级制的管理结构进行说明的话,对此的分析将不过是一种空中楼阁。为此,Fama(1980)、Fama-Jensen(1983)、Jensen-Meckling(1992)对企业内部权利配置进行了探讨。但这些文献与企业投融资的关系并不十分明显。真正将企业内部的代理问题与企业投融资相结合的文献始于Williamson(1970,1975,1985)对U型、H型、M型结构的研究。

Williamson将企业视为一种治理结构,集中探讨交易频率、交易各方的投资资产特性即资产专用性程度、不确定性三个维度如何共同决定契约安排,或者说探讨交易如何与治理结构相匹配。这与Alchian等人的逻辑颇为相似,事实上,他们的研究是相互借鉴的。沿着科斯、Alchian对企业内部市场的论述,Williamson也将他的治理结构观点扩展到对企业内部资产市场的研究,认为现代公司的核心问题在于其组织形式或管理结构,他由此将他所发展的交易与治理结构相匹配的理论贯彻到对管理结构的解释上,认为M型结构比U型和H型结构更能节约交易成本。在此基础上,Williamson注意到,在M型企业中,总部的作用与资产市场上的投资者的作用非常类似,M型企业(包括联合企业)可以被视为一种内部资产市场。由此的逻辑推演便是:M型企业的产生,是用内部资产市场代替外部资产市场,并从中节约交易成本。和Alchian一样,Williamson除了研究企业内部市场和管理结构之外,也曾明确探讨企业投融资关系。他将企业融资方式视为一种与资产专用性相关的企业治理方式(Williamson,1985,1988),资产专用性的程度会直接影响到股权融资的方式,企业资本成本与企业资本结构随着资产专用性或治理结构的方法而发生变化,这将导致MM

(1958)的无关性命题不成立。

由于 Williamson(1970,1975,1985)逻辑一致地解释了内部资产市场、内部资产配置和管理结构的关系,其后发展起来的内部资产市场文献更多的是基于 Williamson的思想而非科斯和 Alchian 的思想。我们将这类与内部资产市场有关的文献划分为三类。(1)考察 M 型企业中总部与事业部之间的决策权配置,尤其是集权和分权的设计,这包括 Groves-Loeb (1979)、Stein (2000)、Marino-Matsusaka (2005)、Harris-Raviv(1998,2005)。(2)在总部与事业部信息不对称条件下,总部如何配置资产,以及如何设计事业部管理者的激励方案,这包括 Arya-Glover-Young(1996)、Harris-Kriebel-Raviv (1982)、Stein (1997)、Bernardo-Cai-Luo (2001,2004)、Brusco-Panunzi(2005)、Harris-Raviv (1996)、Scharfstein-Stein(2000)、Motta (2003)。(3)其他内容,例如 Gertner-Scharfstein-Stein (1994)分析内部和外部资本配置的成本和收益,Liebeskind(2000)认为多元化价值依赖于内部资本市场是否相对有效或无效,Laux(2001)考察总部在面临新项目时是在现有企业中执行该项目,还是设立分公司来执行。对上述三类文献的一个主要综述是 Stein(2003)。

(三)基于企业联合体的投融资互动机制

事实上,上述企业契约理论并未回答企业的本质,而仅仅看到了企业的一面即契约性。随着认识的深化,Alchian-Woodward (1987)、Alchian-Woodward (1988)认识到应该将企业视为联合体。这一观点得到了 Grossman-Hart (1986)、Hart-Moore (1990)、Hart (1995)的发展,他们将企业视为实物资产的集合(简称 GHM企业)。随后,Rajan-Zingales (1998)继续推进 GHM理论,将企业视为人力资产和非人力资产的集合(简称 RZ 企业)。

令我们惊奇的是,企业理论发展至此,似乎重新回到公司财务学的传统观点。在 MM(1958)中,企业显然已经被视为实物资产的集合,只是费雪传统忽略这些实物资产,仅仅关注这些实物资产如何转化为投资者所关注的现金流。受到 MM(1961)的启发,Myers(1977)正式将企业视为到位资产和增长机会的集合。后来,受到 Treynor(1981)和 Donaldson (1984)的启发,Myers(1993)认为有必要将企业视为由企业家、管理者和工人组成的联合体,即人力资产的集合。显然,Myers企业、GHM企业和 RZ 企业之间存在共同之处。有鉴于此,下文将首先综述基于 Myers企业的投融资互动机制理论,然后综述基于 GHM企业和 RZ 企业的投融资互动机制理论。

1. 基于 Myers企业的投融资互动机制

基于 Myers的第一种企业观点即到位资产和增

长机会的集合,Myers(1977)试图发展一种新的负债理论。而在此之前,负债的主导理论是我们曾经点到为止的静态权衡理论。Myers(1977)的企业观点导致了期权理论的引入,该文证明,在某种条件下,即使企业支付给债权人的价格很高,债权人也不愿投资,产生信贷配给;发行风险负债的企业由于不能借到更多的资金,将被迫采取次优投资甚至放弃一些投资。在没有公司所得税的情况下,企业的最优策略是不发行风险负债;但如果存在公司所得税,负债可产生税蔽,企业最优策略将在负债的税收优势和次优投资策略所造成的损失之间进行权衡。Myers(1977)还表明,企业倾向于令资产与负债的期限相匹配。在加入对到位资产和增长机会的信息不对称之后,Myers-Majluf (1984)证明:企业偏好内部融资甚于通过发行证券来进行外部融资;而当它们发行证券时,它们偏好债券甚于股票。Myers(1984,1993)将该结论称为资本结构的“啄食顺序”理论。但该结论依赖于旧股东的消极性。Myers-Majluf (1984)最后证明,如果旧股东是积极的,那么我们将得到 MM的无关性命题。

尽管 Myers(1977)首先将期权分析方法引入企业价值及企业投融资分析中,然而,Myers的后续研究偏离了这个方向。庆幸的是,他所指出的期权分析方法得到了后来学者的继续研究,并且这些研究大多秉承了 Myers(1977)将企业视为到位资产和增长机会集合的观点,其中比较突出的是 Mauer、Childs、Ott 等人。Mauer-Triantis (1994)证明:第一,关闭和重新启动生产设备的能力即生产柔性能够降低企业的经营损失,从而增加企业价值、负债容量、税蔽价值;第二,融资柔性具有相似的作用机制,但是,生产柔性和融资柔性在某种程度上可以相互替代;第三,负债融资对企业的投资和经营政策的影响很小。Childs-Mauer-Ott (2000)运用期权框架考察在权益持有者做出自利的投资决策情况下企业的投融资互动。该文表明,当增长期权被执行时所带来的资产结构重新安排的类型,决定了权益投资者在增长期权中是投资不足还是投资过度,这些投资不足和投资过度是相对于企业价值最大化的执行政策而言的。Childs-Mauer-Ott (2005)对上述两篇文章进行了综合。上述文献都多少涉及企业资产结构的选择问题。而我们所能找到的关于资产结构选择的较好文献只有 Skarabot(2001)。该文发现,资产波动性决定了企业是将资产留在企业内部还是将资产分离出去;此外,资产相关性对多资产企业的整体价值也具有价值增加效应。

基于 Myers的第二种企业观点即人力资产的集合的投融资理论主要集中在 Myers(1993,2000)的两

篇论文中。Myers(1993) 试图站在联合体即雇员的角度分析企业的财务决策尤其是资本结构的决定,并将这种理论称为资本结构的组织理论,该理论与静态权衡理论、啄食顺序理论构成了资本结构的三大理论。该文认为,如果企业通过发行债券为再投资项目融资,融资所带来的真实资产的价值增加将被负债的价值完全抵消,这导致管理者没有激励对净现值小于零的项目进行过度投资;但如果给定存量资产的现值和增长机会现值不变,则以债券融资替代权益融资将减少公司财富,这对股东来说可能是好消息;而以权益融资替换债券融资对投资者可能是坏消息。但是,Myers(1993) 仅仅拉开了他的资本结构的组织理论的序幕。延续上述核心思路即管理者能够截取剩余,并借鉴 GHMCSV的分析逻辑,Myers(2000) 继续对不同组织形态下的权益融资和投资行为进行分析。Myers 分合伙制、公司制、上市公司三种组织形态,探讨企业应该采取何种股利政策,使得既满足权益投资者的跨期参与条件,又能满足内部人的投资激励相容。在 Myers(2000) 之后, Schmid(2001) 利用 Myers 的简化模型对不同组织形态的权益融资进行了分析,但其核心内容基本来自于 Myers(2000)。而在 Myers(2000) 之前,尚未有学者探讨组织形态的不同如何影响企业投融资。

2. 基于 GHM企业的投融资互动机制

GHM先验地将企业视为实物资产的集合,并由此展开了他们关于企业投融资的分析。Hart-Moore (1990) 中的相关命题其实可以视为企业内部市场中非人力资产如何与人力资产相匹配的资产配置问题。然而,对内部资产配置问题的回答将不可避免地涉及管理结构。但直到最近, Hart-Moore (2005) 基于他们的企业理论探讨管理结构设计的论文才得以发表。事实上, Hart(1995) 的著作真正体现了他基于企业理论探讨企业投融资理论的努力。假设一个拥有某个投资机会的企业家在面临财富约束时必须从外部融资,由于企业家从企业经营中可获取大量私人利益,因此存在代理问题。由此,对企业资产的控制权配置成为必要。Hart 首先引进 Aghion- Bolton (1992) 的控制权转移模型,但他认为这种契约并不具有标准债务契约的特征。为此他引进 Hart-Moore(1989) 的两期模型对此进行解释, Hart-Moore (1994) 在此基础上将模型扩展到多期,证明了 Myers (1977) 曾经提出的“资产与负债的期限匹配”命题。但上述分析都假设只有一个投资者,为此, Hart 引进 Bolton-Scharfstein (1990) 的模型将分析扩展到多个投资者的情形,结论是:多个投资者有利于阻止企业家的策略性违约,从而起到硬化企业家的预算约束的作用,但却不利于企业家与投资者之间的富有建设

性的重新谈判。接着, Hart 将上述分析扩展到大型公众公司,此种公司拥有大量的小股东。Hart 认为,在这类公司中,由于管理者的许多行动都是常规行动,因此并不需要给予他们控制权来激励他们进行专用性投资。重要的问题不在于控制权如何在管理者和股东之间分配,而是股东如何设计某种契约来限制管理者以股东的利益为代价来追求私人目标。Hart 主要讨论了负债在遏制管理者的帝国建造倾向方面的积极作用。

3. 基于 RZ企业的投融资互动机制

遵循科斯的主旨, Rajan 和 Zingales 也考察了企业内部的权力如何协调资产/资源的配置,而这与管理结构又结合在一起。Rajan-Zingales (1998) 的通道设计其实便是管理结构设计,随后的 Rajan-Zingales(2001a) 再次考察了企业家对水平层级制和垂直层级制的选择。但这种探讨仅限于 U 型结构。在上文综述 Williamson 的理论时,我们指出现有关于内部资产配置和内部资产市场的文献均以 M 型结构为背景。Rajan 和 Zingales 也没有放弃这一主题。Rajan-Servaes-Zingales (2000) 试图揭示 M 型企业中事业部与总部之间的内部权力斗争如何影响企业的内部资产配置。如 Rajan-Zingales (1998) 所指出的,企业内部的权力并非源于资产所有权。在 M 型企业中,尽管对关键通道的控制赋予了总部以某种权力(例如自由转移资产的权力),但企业内部资产缺少所有权却导致了各个事业部管理者对权力的争夺,这可能会引起投资的低效。

沿着企业如何取得并保持权力的逻辑, Zingales (2000) 试图推导出外部权益理论。如 Rajan-Zingales(2001a) 所指出的,当且仅当围绕关键性资产的专业投资网络足够强大,从而即使不必每天都控制对关键性资产的所有权也获得一些权力时,外部权益融资才是可行的。而要保证这一点,企业家可以引进风险资本家,由风险资本家为新兴企业提供某种服务以保证企业的管理规范化,从而企业不必过分依赖于企业家或任何特定的职业管理者。这样,企业才能更加容易地获得外部的权益融资。这种理念为企业资本结构提供了一种新见解:外部权益不是作为一种融资工具,而是作为一种黏合剂,其作用在于保持企业能够不因不同利益相关者的竞争而继续获得组织租金。这与 Williamson(1985,1988) 将负债/权益视为治理结构而非融资工具颇为类似。Rajan-Zingales (2001b) 进一步指出,金融革命导致了非人力资产的易获得性,非人力资产过去作为将企业其他资产与企业相结合的“黏合剂”的作用蒸发了,这使得 Myers(1977) 曾经指出的增长机会不必然总是捆绑在存量资产上,现有股东通过控制存量资产

也就不必然能够获取增长价值。股东改变这种被动局面的办法包括战略转变、治理转变和剩余分享等。

四、结论

在经典的 MM(1958) 中,企业被抽象为一系列现金流 y , 这种费雪企业构成了财务学的主流观点 (Miller,1988)。当 MM(1958) 假设融资方式不影响 y 的分布,并且 y 就是投资者的自由现金流时,我们容易得到投融资无关性 (Zingales,2000)。当考虑 y 中包含的税收因素时,税收学派证明负债融资通过税收、自由现金流来影响企业投资决策;当考虑负债融资导致财务危机成本时,权衡理论学者证明负债的税蔽和财务危机成本将导致企业存在一个最优资本结构。这些理论的共同点在于:他们均忽略 y 的产生过程,仅仅考虑融资方式如何直接作用于 y 。

当引进马歇尔企业并将 y 简单的表述为 $y = pf(X) - PX$ 时,投融资互动机制便表现为融资方式如何通过 $X, f(X), pf(X) - PX$ 来影响投资决策,这正是 Anderson-Prezas (1998) 的逻辑。但对企业的这种理解仍然过于抽象,以致这方面的投融资互动机制理论比较少。

新制度主义学者试图彻底地打开企业“黑箱”中的各种因素。我们可以将他们的研究逻辑表述如下:任何企业都从事一定的价值活动,这些活动可划分为生产和交易活动;对这些活动进行组织将产生金字塔式的企业管理结构,包括事业部、职能部门和职位;根据管理结构配置非人力资产,构成企业内部资本市场;根据管理结构和非人力资产配置进行人力资产配置,构成企业内部劳动市场;根据管理结构、非人力资产配置、人力资产配置安排各项权利和义务,构成企业的决策层级和控制结构,通称管理制度。如何在企业内部配置非人力资产,正是企业投资的内容;如何获得这些非人力资产,正是企业融资的内容。在融资过程中,企业家(管理者)与股东、债权人之间存在信息不对称和代理问题,为此三方之间的职能制约关系构成企业治理结构,相应的契约安排构成企业治理机制。上述各种因素(治理结构、治理机制、价值活动、管理结构、资产配置、管理制度等)共同决定了企业的现金流 y 。投融资互动机制由此表现为:企业的融资方式如何通过影响这些因素,来影响企业的现金流和企业价值,最终影响企业投资决策。

这再次证明了 Zingales(2000) 的洞见:“要破解资本结构之所以重要的秘密,关键在于进一步理解企业‘黑箱’中的内容,并探讨企业的这些内容是如何受到不同的融资方式选择的影响。”

但我们同时也看到,至今文献的探讨偏向于融资如何影响投资,而关于投资如何影响融资则探讨甚少。需要说明的是,限于篇幅和综述的逻辑,本文的综述没有也不可能穷尽所有的文献,例如我们没有引用国内学者的研究,没有引用实证类文献,我们甚至没有引用那些企业理论基础不明确的文献。

参考文献:

1. Aghion, P. and Bolton, P., 1992. "An Incomplete Contracts Approach to Financial Contracting." *Review of Economic Studies*, 59(200), pp. 473-494.
2. Alchian, A. A. and Demsetz, H., 1972. "Production, Information Costs, and Economic Organization." *The American Economic Review*, 62(5), pp. 777-795.
3. Anderson, M. H. and Prezas, A. P., 1998. "The Interaction of Investment and Financing Decisions under Moral Hazard." *International Review of Economics and Finance*, 7(4), pp. 379-392.
4. Childs, P. D.; Mauer, D. C. and Ott, S. H., 2000. "Interactions of Corporate Financing and Investment Decisions: The Effect of Growth Options to Exchange or Expand." *Working Paper*, <http://www.realoptions.org/papers2000/ChildsMauerOtt.pdf>.
5. Childs, P. D.; Mauer, D. C. and Ott, S. H., 2005. "Interactions of Corporate Financing and Investment Decisions: the Effect of Agency Conflicts." *Journal of Financial Economics*, 76(3), pp. 667-690.
6. Coase, R. H., 1937. "The Nature of the Firm." *Economica*, 4(16), pp. 386-405.
7. Coase, R. H., 1988. "The Nature of the Firm: Meaning." *Journal of Law, Economics and Organization*, 4(1), pp. 19-32.
8. Hart, O. and Moore, J., 1989. "Default and Renegotiation: A Dynamic Model of Debt." *MIT Working Paper*, No. 520.
9. Hart, O. and Moore, J., 1990. "Property Rights and the Nature of the Firm." *Journal of Political Economy*, 98(6), pp. 1119-1158.
10. Hart, O. and Moore, J., 2005. "On the Design of Hierarchies: Coordination versus Specialization." *Journal of Political Economy*, 113(4), pp. 675-702.
11. Jensen, M. and Meckling, W., 1976. "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs, and Ownership Structure." *Journal of Financial Economics*, 3(4), pp. 305-360.
12. Jorgenson, D. W., 1963. "Capital Theory and Investment Behavior." *American Economic Review*, 53(2), pp. 247-259.
13. Marino, A. M. and Matsusaka, J. G., 2005. "Decision Processes, Agency Problems, and Information: An Economic Analysis of Capital Budgeting Procedures." *Review of Financial Studies*, 18(1), pp. 301-325.
14. Mauer, D. C. and Triantis, J., 1994. "Interactions of Corporate Financing and Investment Decisions: A Dynamics Framework." *Journal of Finance*, 49(4), pp. 1253-1277.
15. Miller, M. H., 1988. "The Modigliani-Miller Propositions after Thirty Years." *Journal of Economic Perspectives*, 2(4), pp. 99-120.
16. Modigliani, F. and Miller, M. H., 1958. "The Cost of Capital, Corporate Finance and the Theory of Investment." *American Economic Review*, 48(3), pp. 261-297.

(以下文献略)

(作者单位:南开大学商学院财务管理系 天津 300071)
(责任编辑:彭爽)