

<<资本市场不完美、不确定性与公司投资>>

图书基本信息

书名：<<资本市场不完美、不确定性与公司投资>>

13位ISBN编号：9787509618790

10位ISBN编号：7509618797

出版时间：2012-6

出版时间：经济管理出版社

作者：刘康兵

页数：148

字数：178000

版权说明：本站所提供下载的PDF图书仅提供预览和简介，请支持正版图书。

更多资源请访问：<http://www.tushu007.com>

## 内容概要

微观层面的企业投资是经济理论研究的中心课题之一，对厂商投资决策的分析在宏观经济学、公共经济学、产业组织理论和公司金融等学科中占据着非常突出的地位。在现实经济活动中，微观厂商的投资构成了整个社会总投资的主体，厂商的投资行为对经济增长和经济波动将产生重要影响。

因此，分析影响厂商投资波动的因素，将有助于理解经济的长期增长和经济活动周期性波动的原因。刘康兵编著的《资本市场不完美不确定性与公司投资》从微观层面着手，对公司投资行为进行了深入分析，其中所关注的核心问题是：哪些因素导致了微观层面的厂商投资支出的波动？

《资本市场不完美不确定性与公司投资》系统地研究了资本市场不完美和不确定性对微观厂商投资决策的影响，包括理论建模和实证分析两个层面，全书共分为七章：

第一章为导论，主要介绍了本书的研究背景与动机、研究方法、思路和逻辑框架，并简要说明了本书的可能贡献和不足之处。

第二章是文献回顾，对前人关于资本市场不完美和不确定性与厂商投资关系的两个系列的文献进行了综述分析，以作为本书建立理论模型和进行实证分析的基础和依据。

第三章从理论上探讨了不对称信息、信贷配给和公司投资的关系。作者把信贷市场信息不对称的意义与投资项目的可分性结合起来，通过一个最优信贷契约模型分析信贷配给和企业家净财富对公司投资的影响。

在这一框架下，削减投资规模可被视为提供更多内部融资的备选方案。

首先，在项目规模不可分条件下，笔者证实了斯蒂格利茨和韦斯的结论：如果银行将经济中所有企业家视为一组完全相同的借款人，则存在一个随机信贷配给均衡；如果银行能够根据某种可观察到的特征将企业家分成若干不同的类别，则均衡中还存在贷款歧视。

其次，更为重要的是，文章发现均衡信贷配给意味着企业家使用外部融资的边际成本为无穷大。给定单位资本边际回报是有限的，此时削减一单位货币的投资，从而减少一单位货币的贷款需求，所获得的收益是无穷大的。

因此，本章结合信息不对称和投资项目规模的可分性减少证明，在信贷配给均衡中，企业家有不可抗拒的激励选择削减投资支出，这种行为导致信贷配给消失，信贷市场出清。

文中类似的分析还证明信贷歧视也不会成为一种均衡现象。

最后，本章证明企业家对初始计划投资的削减幅度，进而指出其实际资本支出取决于企业家拥有的净财富水平。

也就是说，厂商的投资受到融资约束（即厂商的投资支出对内部净财富水平具有过度敏感性），这一结论有着丰富的宏观经济含义，一个小的不利冲击可能通过影响厂商的净财富水平和外部融资溢价而加剧投资的波动，甚至形成大的经济周期。

第四章以我国大陆制造业上市公司面板数据为样本，基于附加现金流的简化型Q模型对融资约束假说进行了系统检验。

资本市场不完美是否会对经济波动产生影响？

第三章的理论模型在一定程度上对这一问题作了肯定回答，当然还需要经验证据的支持。

近年来宏观经济方面的实证研究将这一问题指向了公司投资领域，即通过考察那些能够自由进入资本市场的厂商与受融资约束厂商在投资行为方面是否存在差异来寻求证据。

我们使用三种分类指标将样本总体划分为“受融资约束”和“不受融资约束”的子样本，对融资约束假说进行检验：上市公司的国有股比例大小实质上代表国家信用所占比重的高低，股利支付政策反映公司的经营绩效和未来盈利前景，资产规模大小则体现公司可用于抵押的资产的多少，从而体现其举债的安全性高低。

显然，第一个指标属于我国特有的制度因素，后二者属于市场因素。

根据上市公司国有股比例进行分类的经验分析表明，现金流对公司投资存在普遍影响，并且国有股比例较小的上市公司其投资行为对现金流的敏感性大于国有股比例较高的公司，尽管前者的盈利能力等较差。

这种敏感性的差异无论在统计上还是经济上都非常显著，一系列的稳健性检验还证明分析结果具有很强的稳定性。

这一结论与融资约束理论的基本预测完全一致。

根据上市公司的红利支付比率对样本总体进行的分类研究与理论预测恰好相反，红利支付比率高的厂商受融资约束的程度反而更大。

最后，虽然基准模型的估计显示按资产规模大小进行分类时，资产规模大的上市公司其投资支出对现金流的敏感性更大，不过这一结果对模型的设定和估计方法比较敏感，稳健性检验表明资产规模小的公司其现金流估计系数大于资产规模较大的公司，尤为重要，所有情况下的Wald检验均不能拒绝这两组样本的现金流估计系数相等的虚拟假设，说明根据资产规模进行的分类研究并不能显著地识别出“受融资约束”和“不受融资约束”的厂商类别，从而也不能得出资产规模是否与企业所受融资约束程度直接相关的结论。

这说明我国证券市场受制度因素影响非常大，市场化特征并不明显。

企业的外部投资者，包括银行等金融机构，在决策时最优先考虑的因素是国家信用所提供的“隐性担保合同”的作用而非市场化指标所传递的信号。

国家信用过度倾斜与行政性制度安排导致证券市场制度缺陷，使得既定体制下信息难以发挥其内在的传导作用，造成市场行为的扭曲，以致证券市场运行的效率过低，因而难以做到社会资源的有效配置。

第五章通过在附加现金流的简化型Q模型中引入一个通常被忽视的变量——营运资本投资——为融资约束假说及其数量效应提供新的证据。

营运资本不仅是厂商融资资金的占用者，而且也是厂商流动性的一个重要来源，当厂商面临融资约束时它可被用于平滑现金流冲击产生的固定资本投资波动。

在Q模型中引入营运资本投资变量有两个作用：第一，它可用于检验实证分析中显著为正的现金流估计系数究竟反映的是融资约束还是未来投资机会；第二，应用类似第四章的简化型Q模型可能会低估融资约束对投资的总量影响，因为这类模型没有控制厂商的投资平滑行为，为全面评估融资约束对厂商投资决策的影响，需要在模型引入营运资本的变化内生化工厂的投资平滑行为。

本章的实证分析发现：在包含营运资本投资的Q模型中，营运资本投资的估计系数显著为负，这证明正的现金流估计系数反映的是融资约束而非投资需求的变化。

与第四章的结果相比，固定投资对现金流的敏感性有着显著的提高，这证明附加现金流的简化型Q模型由于忽略营运资本的作用而低估了融资约束对厂商固定投资的长期影响。

此外，两组样本厂商在现金流和营运资本投资估计系数方面的显著差异也进一步证实了融资约束和投资平滑假说。

第六章集中分析了厂商面临不可逆约束时的投资行为，特别是在不确定性和资本市场不完美条件下的投资动态学。

本章首先建立一个部分不可逆和部分可扩张性模型，同时考察了投资决策的时序和最优投资水平的决定问题，通过引入投资买权和卖权概念，我们证明这种情况下根据传统的NPV原则决定的最优投资水平，实际上只是一种次优行为，因为这一投资决策标准忽略了边际买权和卖权的存在性及其对厂商投资行为的影响。

同时还证明不确定性、部分不可逆性和可扩张性导致一个无任何投资发生的区域，并且厂商进行正投资、负投资还是“按兵不动”，取决于高需求状态值发生的概率和低需求状态值发生的概率，而与条件分布函数的具体形状无关。

本章以厂商层面的成本和产品需求状态为例考察了不确定程度的变化对不可逆投资的影响，证明根据

## <<资本市场不完美、不确定性与 >

均值保留展形标准衡量的不确定性程度的增加会导致厂商当期投资减少。

本章最后将不确定性和投资不可逆约束引入包含资本市场不完美的投资模型，考察信息不对称对投资等待的期权价值和不确定性对边际风险溢价的影响以及这种情况下厂商投融资决策的相互关系。

我们证明，在不对称信息条件下，不确定性的增加通过降低资本预期边际价值而使得边际风险溢价上升，导致外部融资溢价上升从而加剧厂商受融资约束的程度。

第七章从实证角度考察了第六章所证明的资本市场不完美和不确定性的交互作用对公司投资支出的影响，即检验是否面临较高程度不确定性的厂商其投资支出受融资约束的程度更大。

本章以上市公司股票价格的波动性作为不确定性的衡量指标，并以不确定性程度大小为标准对样本总体进行分类，不同于第四章和第五章的是，在那里，我们应用的是外生的或先验的分类阈值，但在本章，我们通过把不确定性引入实证模型中，应用汉森估计法内生地由模型决定阈值，实证分析结果表明，股票价格波动性越大的样本，其投资对现金流的敏感性越大，这种差异说明不确定性会加剧厂商的融资约束程度，本章最后应用阿雷拉诺—邦德GMM估计法进行的进一步的检验也支持了这个结论。

书籍目录

第一章 导论

- 第一节 研究背景及问题的提出
- 第二节 有关研究概念和范围的界定
- 第三节 本书的研究方法、思路和逻辑框架
- 第四节 本书的可能创新与不足之处

第二章 资本市场不完美、不确定性与公司投资：文献综述

- 第一节 资本市场不完美与公司投资：理论综述
- 第二节 不确定性、不可逆性与公司投资
- 第三节 结论及本书的研究

第三章 资本市场不完美、信贷配给与公司投资：一个理论模型

- 第一节 引言
- 第二节 基准模型
- 第三节 完美信息条件下的信贷市场均衡
- 第四节 信贷配给和公司投资决策
- 第五节 最优贷款契约
- 第六节 结论

第四章 融资约束与公司投资（I）：基于简化型Q模型的实证分析

- 第一节 引言
- 第二节 包含资本市场不完美的实证投资模型
- 第三节 数据与估计分析：以股权结构为分类标准
- 第四节 稳健性检验
- 第五节 进一步的研究：基于红利支付政策和资产规模的分类指标
- 第六节 结论及政策含义

附录

第五章 融资约束与公司投资（II）：来自营运资本投资的新证据

- 第一节 引言
- 第二节 融资约束条件下企业固定投资和营运资本投资
- 第三节 数据、计量模型与估计分析
- 第四节 稳健性检验
- 第五节 结论

第六章 不确定性、资本市场不完美与不可逆投资

- 第一节 引言
- 第二节 部分不可逆性和部分可扩张性
- 第三节 一个完全不可逆投资模型
- 第四节 不确定性与不可逆投资
- 第五节 资本市场不完美、不确定性与投资不可逆性
- 第六节 结论

附录

第七章 资本市场不完美、不确定性与公司投资：来自中国制造业上市公司的证据

- 第一节 引言
- 第二节 数据及统计描述
- 第三节 融资约束与不确定性：Hansen（1999）估计法
- 第四节 进一步的分析：Arellano—Bond（1991）GMM估计法
- 第五节 结论及政策含义

参考文献

后记

## 章节摘录

一、本书的创新点 资本市场不完美和不确定性与公司投资的关系是一个内容非常丰富的研究课题，国内外的学者对这方面的研究作了卓有成效的奠基和探索，因此本书不仅受益于前人的研究，还在探索空间方面受益良多。

在作者的研究过程中形成的可能创新点包括：（1）本书把信贷市场信息不对称的意义与投资项目的可分性假设结合起来，通过一个最优信贷契约模型证明，在类似斯蒂格利茨和韦斯（1981）的信贷配给均衡中，企业家使用外部融资的边际成本为无穷大，因此他们有不可抗拒的激励选择削减哪怕是一个货币单位的投资支出，这种行为导致信贷配给消失，信贷市场获得一个出清的均衡结果。书中类似的分析还证明信贷歧视也不会成为一种均衡现象，但企业家对初始计划投资的削减幅度，进而其实际资本支出取决于企业家拥有的净财富水平，也就是说，厂商的投资受到融资约束。

（2）本书在一个包含期权的动态投资模型中，同时分析了投资决策的最优时序和最优投资水平的序贯决定，并且将不确定性和投资不可逆约束引入包含资本市场不完美的投资模型，考察了信息不对称对投资等待的期权价值和不确定性对边际风险溢价的影响以及这种情况下厂商投融资决策的相互关系。

本书证明，在不对称信息条件下，不确定性程度的增加通过降低资本预期边际价值而使得边际风险溢价上升，导致外部融资溢价上升从而加剧厂商所受融资约束程度。

（3）国内现有研究公司投资的实证文献往往忽视营运资本的作用，本书将营运资本投资作为一个内生变量引入缀加现金流的简化型Q模型，证实了厂商应用营运资本平滑固定投资的假说，并且固定投资对现金流的敏感性有显著提高，说明现有文献中使用的简化型Q模型低估了融资约束对厂商固定投资的长期影响，这为融资约束假说及其数量效应提供了新的证据。

二、本书的不足与局限性 囿于作者本人的知识、能力及水平，本书必然存在诸多的不足和局限性：（1）根据数据的可获得性和出于比较的目的，本书的实证分析仅以制造业上市公司为样本，因此这些结论适用于制造业，但是否适用于其他行业还有待进一步的证实。

（2）对不确定性的衡量包括产品价格、销售收入、利率、股票价格、税收政策等多方面的内容，本书仅考察了股票价格波动对融资约束和厂商投资的影响，分析是不够全面的。

（3）对融资约束的检验除了Q模型外，常用的还有欧拉方程模型和向量自回归模型，虽然这三种方法各有优缺点，基于多种方法的分析应当更具解释力，但本书仅采用了第一种方法。

上述不足使作者体会到了“欲穷千里目，更上一层楼”的深意，并为作者指出了未来继续努力、继续研究和探索的方向。

相信书中一定还存在其他的问题，请各位专家学者多提宝贵意见！

.....

版权说明

本站所提供下载的PDF图书仅提供预览和简介，请支持正版图书。

更多资源请访问:<http://www.tushu007.com>