



• 经济管理学术文库 •

卢宇荣 著

中国企业资本结构： 理论与实证分析

Chinese Corporate Capital Structure:
Theoretical and Empirical Analysis



经济管理出版社
ECONOMY & MANAGEMENT PUBLISHING HOUSE



• 经济管理学术文库 •

中国企业资本结构： 理论与实证分析

**Chinese Corporate Capital Structure:
Theoretical and Empirical Analysis**

卢宇荣 著



经济管理出版社
ECONOMY & MANAGEMENT PUBLISHING HOUSE

图书在版编目 (CIP) 数据

中国企业资本结构：理论与实证分析/卢宇荣著. —北京：经济管理出版社，2008. 7

ISBN 978 - 7 - 5096 - 0378 - 9

I. 中… II. 卢… III. 企业—资本的有机构成—研究—中国 IV. F279.23

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2008)第 141754 号

出版发行：经济管理出版社

北京市海淀区北蜂窝 8 号中雅大厦 11 层

电话：(010) 51915602 邮编：100038

印刷：北京亨利达印刷有限公司

经销：新华书店

组稿编辑：杜 菲

责任编辑：杜 菲

技术编辑：黄 铎

责任校对：超 凡

720mm × 1000mm/16

13.5 印张 240 千字

2008 年 7 月第 1 版

2008 年 7 月第 1 次印刷

定价：29.00 元

书号：ISBN 978 - 7 - 5096 - 0378 - 9/F · 368

· 版权所有 翻印必究 ·

凡购本社图书，如有印装错误，由本社读者服务部

负责调换。联系地址：北京阜外月坛北小街2号

电话：(010) 68022974

邮编：100836

前 言

自 1958 年 MM 定理问世以来，资本结构问题就受到金融学家的持续关注。企业资本结构是如何决定和调整的，它一直困扰着理论界，企业资本结构的优化仍是个难解之谜。迄今为止，资本结构理论并没有十分肯定地提供决定企业资本结构的方法，实践观察和理论解释之间还存在着相当大的差距。与此同时，在经济全球化的背景下，随着中国企业改革的日益深化，中国企业的产权制度、经营管理体制和融资行为等都发生了比较大的变化，从而引起企业资本结构出现新的明显变化。目前，中国企业的资本结构是否合理？影响中国企业资本结构的因素有哪些？怎样才能促使企业的资本结构决策更有助于提高企业的价值？这是关系到中国企业改革继续顺利推进的一个亟待解决的重要课题，也是当前理论界关注和需要进一步深入研究的问题。

本书尝试将企业资本结构研究置于中国经济体制转轨的宏观背景下展开，主要目的在于力图发现制约中国企业资本结构选择以及优化的根本原因，并在此基础上提出优化中国企业资本结构的对策和措施，以求在实践中为企业优化资本结构、建立最优产权结构和改进治理结构提供理论指导。

首先，按发展脉络将资本结构的理论文献划分为古典资本结构理论、现代资本结构理论、新资本结构理论和后资本结构理论四个阶段。综合新资本结构理论和后资本结构理论中的主流学派的观点，即权衡理论、信息不对称理论（信号传递理论、代理成本理论和优序融资理论）、公司治理理论（控制权理论和不完全合约理论）、产业组织理论和风险管理理论，归纳出影响企业资本结构的重要因素分别是：税收、非债务税盾、破产成本、盈利能力、企业规模、有形资产、经营风险、成长机会和股权结构。

其次，分别从历史、现实和国际三个层面对我国企业资本结构的演进与现状进行分析，通过国际比较得出中国企业资本结构失衡的初步判断，结合中国经济转轨的特定制度环境来分析影响我国企业资本结构优化的主要原因。在此基础上进一步对中国上市公司的资本结构进行实证分析，分别考察了资本结构的决定因素、资本结构的时间差异、行业差异和地区差异，进而得出中国上市公司资本结构失衡的总体判断。本书通过对中国国内股票市场自

1995 年上市的所有企业的资本结构的 10 年跟踪分析, 检验了上市公司的盈利、规模、有形资产、税收、非债务税盾、成长机会、经营风险、国家持股、法人持股和管理层持股这 10 个代理变量对上市公司资本结构的影响。实证结果表明, 从总体来看, 对发达国家企业资本结构造成重要影响的因素, 如企业的盈利、规模、有形资产和非债务税盾, 也是影响中国上市公司资产负债率的重要原因; 但也存在一些解释变量, 如税收、成长机会和经营风险, 对中国上市公司资本结构的影响方式与发达国家的情况不尽相同; 还有一些解释变量, 如国家持股、法人持股和管理层持股, 对中国上市公司资本结构的影响还难以判断, 需要进一步的研究。

最后, 建立了一个基于新制度经济学的资本结构治理模型来解释我国企业资本结构高负债和内部人控制并存的现象。在对各种财务目标进行分析和比较后指出, 我国企业资本结构优化必须以企业价值最大化为目标, 以权益资本收益率和资本成本两种方法共同来判定最优资本结构, 并根据企业的具体情况分类选择其优化模式, 而且现阶段要根本实现我国企业资本结构的优化必须以存量优化模式为主。针对我国经济转轨时期企业资本结构优化的途径, 本书提出必须要从企业的内源融资和外源融资两个方面入手来改善企业的资本结构。

本书的创新点主要有:

第一, 对有关资本结构研究的文献进行了较系统的梳理, 并按资本结构理论研究发展的脉络将资本结构研究划分为古典资本结构理论、现代资本结构理论、新资本结构理论和后资本结构理论四个阶段。将国外资本结构研究领域的一些最新成果较系统地介绍到国内来。同时, 对资本结构研究领域的一些重要模型进行了较为全面的剖析。

第二, 采用横截面数据运用面板数据分析方法进行回归分析, 从时间、行业和地区三个层面对中国上市公司的资本结构进行了较细致的研究, 经实证研究发现, 一些与国外研究不同的现象, 如税收、成长机会和经营风险这三个因素对中国上市公司资本结构的影响方式与发达国家的情况并不相同; 一些解释变量, 如国家持股、法人持股和管理层持股, 对中国上市公司资本结构的影响还难以判断。

第三, 应用不完全合约理论的方法, 并结合国有企业改革的实际情况, 建立一个适合我国国情的资本结构治理模型, 并证明在资本结构中选用一定规模的债务, 就可以帮助企业的投资者做出最优的选择。

第四, 提出富有建设性的对策观点, 即要从企业的内源融资和外源融资两个方面入手优化企业的资本结构。企业内源融资的改善可通过构建合理的

股权结构、完善的治理结构、有效的激励机制和规范的信息披露来提高公司治理水平并提升企业的绩效和内源融资能力。企业外源融资的改善则有待于深化银行体系改革，提高企业融资效率；完善资本市场发展，拓宽企业融资渠道；加强金融监管协同，规范企业融资行为；健全相关法律法规，保护债权人的利益；调整税收制度和政策，形成均衡的负债率共同为企业营造良好的融资环境。

目 录

第一章 导论 / 1

- 一、选题背景与研究现状 / 1
- 二、研究范围及方法 / 7
- 三、研究思路与研究内容 / 9
- 四、创新点与不足之处 / 11

第二章 资本结构理论的文献综述 / 13

- 一、古典资本结构理论 / 13
- 二、现代资本结构理论 / 15
- 三、新资本结构理论 / 18
- 四、后资本结构理论 / 45
- 五、小结 / 58

第三章 中国企业资本结构的一般分析 / 61

- 一、中国企业资本结构的历史沿革:形成与演进 / 61
- 二、中国企业资本结构的现实考察:现状与特点 / 71
- 三、资本结构的国际视角:发展与比较 / 75
- 四、中国企业资本结构的反思:问题与原因 / 80

第四章 中国上市公司资本结构的实证研究 / 86

- 一、中国上市公司资本结构的现状分析 / 86
- 二、中国上市公司资本结构决定因素的实证分析 / 98
- 三、中国上市公司资本结构的行业差异 / 118
- 四、中国上市公司资本结构的地区差异 / 123

第五章 中国企业资本结构的优化 / 127

- 一、企业资本结构优化的理论基础 / 127

二、中国国有企业资本结构优化的治理理论模型 / 130

三、中国企业资本结构优化的目标和模式 / 136

四、中国企业资本结构优化的政策建议 / 144

第六章 研究结论和进一步研究的方向 / 150

一、研究结论 / 150

二、进一步研究的方向 / 152

附 录 / 154

参考文献 / 186

后记 / 206

第一章 导 论

一、选题背景与研究现状

（一）选题背景

自从 1958 年 MM 理论问世以来，资本结构问题就受到了金融经济学家的持续关注。资本结构是如何决定和调整的，它一直困扰着理论界。布莱克（Black，1976）在《股利之谜》中写道：“为什么公司要支付股利？为什么投资者关心股利？……事实上，这些问题的答案都不明确。股利分配越看越像一个画谜，各部分都凑不到一起。”在文章的最后他写道，“个人投资者在其投资组合中究竟应该对股利做什么？我们不知道。公司究竟应该对股利政策做什么？我们不知道。”^① 其实股利政策只是资本结构选择行为中的一个环节，即决定剩余现金流量的分配。而资本结构的其他选择行为所要决定的内容远比股利分配丰富得多。也就是说，关于企业资本结构选择存在的困扰要比股利政策更为复杂。迈尔斯（Myers，1984）在《资本结构之谜》中写道，“我们对资本结构知之甚少。我们不知道企业是怎样选择发行债券、股权和其他复杂证券的。我们只是在近来发现资本结构的变化会向投资者传达信息。但是如果有人去检验企业财务杠杆水平与投资者所需报酬之间的关系是否像 MM 理论所预测的那样的话，也不会得到什么结果。总之，我们对企业的融资行为还没有充分理解，也并不十分清楚这些行为是怎样影响证券报酬的。”^② 实际上，资本结构之谜还有很多，如税收对企业资本结构决策到底有何影响，不对称信息条件下企业的资本结构究竟是如何选择的、考虑公司控

① Fischer Black, “The Dividend Puzzle”, Journal of Portfolio Management, Vol. 2 (1976), pp. 5-8.

② Stewart C. Myers, “The Capital Structure Puzzle”, Journal of Finance, Vol. 39, No. 3 (1984), pp. 147-175.

制权的企业资本结构选择有何变化等。

企业资本结构理论是公司金融理论和现代企业理论的一个重要组成部分，其主要研究内容是在企业资产负债表右方的负债与权益所有项目的组合和构成关系。现代资本结构理论的研究始于莫迪利安尼和米勒（Modigliani & Miller, 1958）基于新古典理论的假设，即在没有交易成本、代理成本和税收体制的影响下，对资本成本、投融资和公司价值的关系进行研究，结果发现企业的资本结构是无关紧要的。但是，如果考虑到市场摩擦的因素，企业的资本结构就会对经营产生重要的影响。随着新制度经济学、信息经济学、产业组织理论等经济学理论的发展，企业资本结构的选择行为被赋予了更多的经济学意义。如从信息经济学的角度来看，企业选择资本结构是企业内部信息的传递机制；从契约理论的角度来看，资本结构则是各方投资者利益契约的结果并影响企业治理结构的形成。在这些理论的推动下，以 MM 理论为基石的资本结构理论框架初步形成，并成为了引人注目的研究领域。但迄今为止，现有的资本结构理论并没有十分肯定地提供决定企业资本结构的方法，实践观察和理论解释之间还存在着相当大的距离。企业的资本结构究竟受到哪些因素的影响？企业是否存在最优的资本结构？企业究竟是怎样选择资本结构的？企业应该如何进行资本结构的优化管理？这些都仍是一个个难解之谜。

与此同时，在经济全球化的背景下，中国全面迈向市场经济的改革步伐日益加快。中国的企业改革是以“建立现代企业制度”为导向，以“产权明晰、权责明确、政企分开、管理科学”为特征的。近十几年随着企业改革的不断深化，中国企业的产权制度、经营管理体制和融资行为等都发生了比较大的变化，从而引起企业资本结构出现新的变化。当前，中国企业的资本结构是否合理？影响中国企业资本结构的因素有哪些？怎样才能促使企业的资本结构决策更有助于提高企业的市场价值？这是一个关系到中国企业改革进程继续顺利推进的重要课题，需要理论界的进一步深入研究。

（二）研究现状

目前，许多关于资本结构的理论文献和实证文献，都是以发达国家特别是美国的企业为研究对象。国外对资本结构的研究已经从 MM 理论发展到了新、后资本结构理论时期，一些主流学派如权衡理论、不对称信息理论、公司治理理论等都从不同的视角对企业资本结构进行了研究，并得出了一些实证检验的结论。

1. 古典资本结构理论

杜兰特（David Durand, 1952）将当时对资本结构的见解划分为三种类

型：净收益理论（Net Income Approach）、净营业收益理论（Net Operating Income Approach）和介于两者之间的传统折中理论（Traditional Theory）。净收益理论认为负债能增加企业的价值，企业应该尽可能多地负债，而这却与现实不符。净营业收益理论则认为企业的总市场价值并不受资本结构的影响，无任何实践意义。传统折中理论认为企业价值取决于所利用资本成本的大小，在企业资本成本最低时对应的资本结构就是最优的资本结构。这三种理论都是建立在经验判断基础上提出的，因而缺乏理论意义，在理论界虽未得到认可和进一步发展研究，却为资本结构理论提供了研究思路。

2. 现代资本结构理论

现代资本结构理论以 MM 理论为核心并开创了现代金融理论。MM 定理是莫迪利安尼和米勒（1958）提出的以严格的假定为前提的两个定理。MM 定理 I 认为在无所得税时企业的融资行为不会影响企业的价值，即资本结构无关论。MM 定理 II 则是存在所得税时对 MM 定理 I 的修订，认为负债可以获得税收优惠，从而增加企业的价值，其隐含着公司不断负债使资产负债率达到 100%，此时企业的市场价值达到最大，这个结果显然与事实不符。

3. 新资本结构理论

新资本结构理论以在 20 世纪 70 年代末和 80 年代中期产生的权衡学派和不对称信息学派为代表。这两个学派都认为由于存在的某些“不完美”使企业价值不再固定，而且资本结构将会影响企业的价值。其中具有代表性的主要有基于税收和破产成本的权衡理论和基于不对称信息的信号传递理论、代理成本理论和优序融资理论。

资本结构的权衡理论（Trade-off Theory）以罗比切克和迈尔斯（Robichek & Myers, 1966）、克劳斯和利曾伯格（Kraus & Litzenberger, 1972）、斯科特（Scott, 1976）、帝安格鲁和马苏里斯（DeAngelo & Masulis, 1980）和金（Kim, 1982）等为代表。他们认为，由于企业所得税的存在，企业的资本结构与企业的价值之间不再无关。利息的支付是在所得税交付之前，而股息或红利的分配是在所得税交付之后，这说明债务融资相比股权融资有一定的节税优势。与此同时，债务融资的增加也会增加企业破产的可能。所以，企业的最优资本结构就是债务融资的收益（税收优势）和成本（破产成本）的平衡点。

资本结构的不对称信息学派（Asymmetric Information Theory）主要是考虑信息不对称的因素，探讨这种事前隐藏信息的情况会如何影响企业的资本结构，如哈里斯和拉维（Harris & Raviv, 1996）认为信息不对称会造成在资本效率高时的投资不足（underinvestment）和资本效率低时的投资过度（overin-

vestment) 这两类问题。不对称信息的三大学派都是围绕事前隐藏信息进行的, 按信息经济学的基本分类不难发现: 以罗斯 (Ross, 1977)、利兰德和派尔 (Leland & Pyle, 1977) 为代表的信号传递理论学派侧重于研究事前隐藏信息的“信号传递模型”; 以詹森和麦克林 (Jensen & Meckling, 1976) 为代表的代理成本学派侧重于研究事前隐藏信息的“逆向选择模型”; 以迈尔斯和迈杰鲁夫 (Myers & Majluf, 1984) 为代表的优序融资理论学派侧重于研究事前隐藏信息的“信息甄别模型”。这三大学派分别从不同的角度试图解决不对称信息对企业资本结构的影响。

信号传递理论 (Signalling Theory) 认为企业的资本结构对外部投资人来说是一个可观察的信号, 不同的资本结构向外部投资人传递的有关企业内部的信息是不同的, 债务的融资规模或企业的负债权益比就是这种可信的信号, 外部人可以据此来判断企业的质量, 也就是债务融资可以减轻信息不对称带来的损失。代理成本理论 (Agency Cost Theory) 则认为企业的三个利益相关者 (股东、债权人和经理人) 之间的矛盾冲突或者目标不一致造成了企业的代理成本, 选择不同资本结构的目的是为了控制代理成本。债务融资的收益可以减少代理成本但同时也会产生资产替代效应 (Asset Substitution Problem), 所以, 企业的最优资本结构就是代理成本最小时所对应的资本结构。优序融资理论 (Pecking Order Theory) 认为企业所有权和控制权的分离必然会带来信息不对称的结果, 为避免融资时因信息不对称而导致的企业价值被低估, 企业的融资顺序应该首选内源资金, 其次是债券融资, 不得已的情况下才采用股权融资。

4. 后资本结构理论

目前产生于 20 世纪 80 年代末期的后资本结构理论是资本结构理论中最活跃的研究领域, 主要有资本结构的公司治理理论、产业组织理论以及风险管理理论等。

资本结构的公司治理理论 (Corporate Governance Theory) 可分为公司控制权市场理论 (Control Right Theory) 和不完全合约理论 (Imperfect Contract Theory)。以哈里斯和拉维 (1988) 以及斯图茨 (Stulz, 1988) 为代表的公司控制权市场理论认为股权融资和债务融资不仅仅是融通资金的手段, 更重要的是它们的治理功能。不同的资本结构对应的投票权的分配是有差别的, 而投票权的差异直接影响到企业控制权的分配或转移。最优的资本结构就是能实现对企业控制权的最优分配。在此基础上由阿洪和博尔顿 (Aghion & Bolton, 1992) 和哈特 (Hart, 1995) 等发展出来的不完全合约理论认为, 企业的投资人和企业的经理人之间签约时的合同是不完全的, 对于合同中没有明

确规定的场合，控制权如何分配就显得尤为重要。该理论认为，选择一种资本结构实际上就是选择了一种控制权分配的规则。经理人与股东之间的利益冲突集中在两个方面：清算公司和继续经营。经理人为了维护自己的既得利益——控制权收益，就有可能在公司需要清算的时候还维持公司的经营；或者公司还可以继续存在的时候将其清算掉，所以债务融资可以起到比激励合约更好的约束作用。

资本结构的产业组织理论（Industry Organization Theory）是在 20 世纪 80 年代末出现的，主要是运用产业组织理论来研究企业的资本结构解释行业间资本结构的差异。该方向的研究成果还不多见，主要是从产业市场结构的三个方面：市场集中度、规模经济和进出壁垒来分析行业资本结构。

资本结构的风险管理理论（Risk Management Theory）是在 20 世纪 90 年代以后出现的，是从风险管理的角度来研究资本结构，研究视角比较新颖，主要从风险转移工具、套期保值等方面来分析资本结构。

相比之下，对于发展中国家的企业资本结构研究相对较少，以中国企业为研究对象的实证文献也是近几年才出现的。与西方学者对资本结构的深入研究相比，我国在企业资本结构领域的研究整体较为薄弱。国内对中国上市公司资本结构影响因素的实证研究，有代表性的主要有：

陆正飞和辛宇（1998）研究了上市公司资本结构的影响因素，并采用多元回归方法对沪市 1996 年 35 家制造业 A 股上市公司进行了统计研究，结果表明不同行业的资本结构有着显著的差异，获利能力与资本结构显著呈负相关，而规模、资产担保价值、成长性等因素对资本结构的影响不甚显著。吕长江和王克敏（2002）采用三阶段最小二乘法研究了上市公司资本结构、股利分配及管理者持股比例之间的相互关系，样本是深沪两市 1997 ~ 1999 年 231 家公司，实证结果表明，管理者持股比例会显著影响公司的资本结构，管理者持股比例越高，公司的负债比率就越低，此外，处于成长阶段、资产规模逐渐扩大的绩优公司善于发挥财务杠杆效应，其负债比率较高。张则斌、朱少醒和吴健中（2000）研究了上市公司资本结构的影响因素，选取了深沪两市 943 家上市公司作为样本且以 1998 年的截面数据为依据进行了实证研究，其结果表明，上市公司的成长性、公司规模与负债比率呈正相关，保留盈余、企业资产盈利能力与负债比率呈负相关。顾乃康和杨涛（2004）验证了我国上市公司的股权结构与资本结构之间的关系，同时也考察了决定资本结构的其他重要因素。以深沪两市 1997 ~ 2001 年 284 家上市公司 5 年的数据为样本，研究结果显示，公司的股权结构对资本结构有很大的影响，其中管理者持股比例、国家持股比例均与资本结构显著呈正相关，法人持股比例与

资本结构虽然呈正相关，但关系不显著。虽然这与代理理论所预期的结果有所差异，但在我国特有的国情下是可以解释的。结果也表明公司的成长性、规模、非负债税盾以及营利性是影响我国上市公司资本结构的重要因素。曹廷求和孙文祥（2004）在代理成本理论的基础上，分析了股权结构对资本结构的影响，以1998年底上市的498家上市公司1999~2001年的面板数据为样本，实证结果表明，中国上市公司的股权结构和资本结构有一定的特殊性，第一大股东持股对资本结构的影响很小却显著，流通股与资产负债率基本不相关。结果也表明公司的规模和成长性对资本结构的影响显著。袁卫秋（2004）以电力煤气水业和批发零售贸易业为例进行实证分析，得出企业规模、企业成长性对这两个行业上市公司的资产负债率影响较大，流通股、国有股、行业特征、经营风险和盈利能力对资产负债率的影响也较显著。肖作平（2004）以1995~2001年239家上市公司为样本，研究发现有形资产、企业规模与资本结构呈正相关，成长性与资本结构呈负相关，非债务税盾对资本结构的影响不显著。肖作平和吴世农（2002）、胡援成（2005）等分别对我国上市公司资本结构影响因素进行了实证研究。以上研究的结论并不一致，资本结构的影响因素有哪些及其影响方式仍不明确。

国内对资本结构影响因素的实证研究大多存在以下问题：一是研究数据的选择，大多数研究都是使用一年的数据进行横截面回归分析且采用近年的数据较少，同时也很少考虑截面和时间序列相混合的面板数据，从而影响了样本数量和检验结果的可靠性；二是统计变量的选择，众多学者主要研究盈利能力、公司规模、成长性、资产担保价值、行业等变量对资本结构的影响，尽管有人将管理者持股比例纳入分析，但没有考虑到机构法人持股和国家股的影响。为此，本书将管理层持股比例、法人持股比例和国家持股比例作为自变量纳入分析，运用面板数据分析方法进行回归分析，就股权结构对资本结构的影响进行实证研究。

针对上述问题，本书的主要工作就是：①对资本结构理论的相关文献，尤其是国外最新的理论进展做一个清晰的梳理；②以中国企业作为研究对象，对中国企业的资本结构状况进行全面的分析；③用实证方法全面地考察中国上市公司的资本结构，以此检验主流资本结构的理论和实证结论；④在此基础上，提出优化我国企业资本结构的建议和措施，为我国企业的资本结构决策提供理论依据。

（三）研究意义

本书尝试将企业资本结构研究置于中国经济体制转轨的宏观背景下展开，

主要目的在于力图发现制约中国企业资本结构优化的根本原因，并在此基础上提出优化中国企业资本结构的对策和措施，以求在实践中为企业优化资本结构、建立最优产权结构和改进治理结构提供理论指导。

1. 选题的理论意义

资本结构的理论研究一直忽略了对发展中国家企业资本结构的探讨。中国是世界上最大的发展中国家，本书在中国转轨经济时期的宏观背景下，结合一些特定的经济实践来考察我国企业的资本结构，尽管有关理论工作还只是探讨性的，但却是比较有意义的。因为，这不仅在一定程度上能填补对发展中国家资本结构理论研究的不足，而且还有助于拓宽对资本结构理论的理解。

2. 选题的现实意义

国外金融经济学家以发达国家的企业为研究对象，经过近 50 年的探索和研究，找到了几个公认的影响资本结构的重要因素。^①但上述研究成果一直缺乏发展中国家数据的有效支持。中国作为最大的发展中国家，以中国上市公司的数据来检验主流理论的结论，其意义非常明显：一是可以分析主流理论在中国到底有多大的适用性，或者说主流理论的结论对中国的现实情况有多大的解释力；二是将实证研究的范围延伸到了中国，而这也是我国理论界资本结构的实证研究比较欠缺的；三是我国国有企业改制中资本结构始终是一个广受关注的热点和难点问题，通过对资本结构的理论研究和实证检验，可以发现影响企业资本结构的主要因素及它们对资本结构的影响方式和影响程度，从而可以帮助企业比较有针对性地优化自身的资本结构。

二、研究范围及方法

（一）研究范围

哈利斯和拉维（1991）指出：现代的资本结构理论发端于莫迪利安尼和米勒（1958）的《资本的成本、公司财务以及投资理论》一文。在这篇论文中他们提出了著名的 MM 定理，即资本结构的无关性定理。其主要结论非常简洁：如果资本市场是完美的，且不存在企业税收和信息不对称，那么企业的

^① 受主观因素影响，人们对资本结构影响因素的公认程度之间存在一定的差别。

价值与它的资本结构无关。但是该定理的假设条件太过严格，现实的经济社会几乎无法满足其中任何一个假设条件，于是人们自然要提出一个问题：如果上述假设条件无法满足，企业的资本结构与企业价值是否还是无关的？这个问题在 MM 定理刚发表的初期还存在着分歧，但现在金融经济学家基本上都认为现实的观察与该定理的结论是有差别的（哈特，2001）。也就是说，在现实的经济中，企业的资本结构并不是一个无关紧要的变量。在这个共识下，许多经济学家就从放宽 MM 定理的假设条件入手，研究到底是哪些重要的变量或因素影响了现实中企业的资本结构。

目前，理论界对资本结构（Capital Structure）的认识仍存在着一定的分歧。国外的分歧主要体现在对资本结构的功能认识上，如参照罗斯等人（Ross et al., 2002）合著的《公司理财》第 6 版，资本结构就是指企业各种债务融资和权益融资的组成结构，包括企业的长期债务、短期债务、总债务以及股权融资之间的相对比例；而布雷利和迈尔斯（Brealey & Myers, 2002）在其合著的《公司财务原理》第 7 版中则认为，资本结构就是公司自身发行的不同证券的总和，资本结构的选择本质上是一个营销问题，公司发行的证券品种可以很多，其组合方式也可以五花八门，而公司总会设法寻找一种组合来最大化整个公司的市场价值。国内的分歧则主要体现在负债内涵的界定上，如沈艺峰（1999）和方晓霞（1999）认为资本结构中的负债是指企业的长期负债，短期负债不属于资本结构的研究范畴；伍中信（1999）和傅元略（1999）则认为资本结构中的负债是企业资产负债右方所列示的所有负债。前者所反映的是长期负债与所有者权益的关系，是狭义的资本结构。后者反映的则是广义的资本结构，这与罗斯的理解相同。国内学界对资本结构概念界定的差异主要是缘于对负债的税收优惠及负债约束功能的认识不同。

从资本结构研究对概念的实际运用来看，研究人员往往并不严格区分资本结构的概念差异，而是根据研究目的需要灵活运用资本结构概念。理论研究中往往是对负债与权益进行高度的概括，而实证研究则会对负债与权益进行适当的划分。但无论是从资本构成的角度，还是从证券营销的角度，或者是负债的内涵来定义资本结构，其实质都是企业的融资行为决策后果，最终都表现为企业的资产负债比率。所以，本书的研究内容将围绕企业的资产负债率（或者称为财务杠杆比率）来展开，从文献综述入手并对理论模型进行梳理，通过分析中国企业资本结构的现状并用上市公司的数据进行实证研究，从而得出中国企业资本结构优化与否的结论，最后提出相关的政策建议，为中国企业的资本结构决策提供理论基础和实践指导。

（二）研究方法

科学的方法是认识世界的有效工具，它能起到事半功倍的效果。本书采用的研究方法主要是实证分析和规范分析相结合的方法。一般说来，实证分析主要说明“是”或“不是”，而规范分析方法主要说明“应该”或“不应该”。本书以实证分析为主，利用中国上市公司的相关数据，采用横截面数据运用面板数据分析方法进行回归分析，来说明上市公司资本结构的基本特征，并检验理论的适用性及解释力。同时结合规范分析对目前资本结构的状况进行判断，分析其原因，并提出相应的对策建议。本书也大量应用比较分析方法，通过横向比较分析方法，与国外发达市场条件下上市公司资本结构进行比较，发现我国上市公司资本结构的问题和缺陷，并获得有益的启示；通过纵向分析比较，分别比较我国企业总体资本结构和上市公司资本结构在不同历史时期的演进与变化，了解我国企业资本结构的发展趋势。

三、研究思路与研究内容

（一）研究思路

首先，从对国外资本结构理论比较全面的考察入手，尤其是对近二十年来该领域的最新研究成果进行重新梳理，对主流学派的著名模型做详尽的介绍和分析，以追踪资本结构理论的发展变迁轨迹，并寻找影响企业资本结构的重要因素以及这些因素影响企业资本结构的方式。其次，对中国企业资本结构的历史和现状进行剖析，通过与国外企业资本结构发展变化的对比，得出中国企业资本结构是否优化的初步判断，并分析中国企业资本结构形成的特有制度原因。再次，利用中国上市公司的数据对前面的理论结论进行全面的实证检验，一是检验中国上市公司资本结构的决定因素；二是检验中国上市公司资本结构的时间差异、行业差异和地区差异，考察对企业资本结构产生重要影响的一些因素在中国的制度环境下，其影响方式是否具有某些不同的特点；并由此得出中国上市公司资本结构是否优化的总体判断。最后，在总结资本结构优化理论的基础上提出优化中国企业资本结构的公司治理模型，明确中国企业资本结构优化的目标和模式，提出从完善企业治理和优化融资环境两个方面来优化中国企业资本结构的对策和建议，以求在实践中为企业