

柴玉珂◎著

上市公司资本结构 与企业绩效关系研究

SHANGSHI GONGSI ZIBEN JIEGOU
YU QIYE JIXIAO GUANXI YANJIU

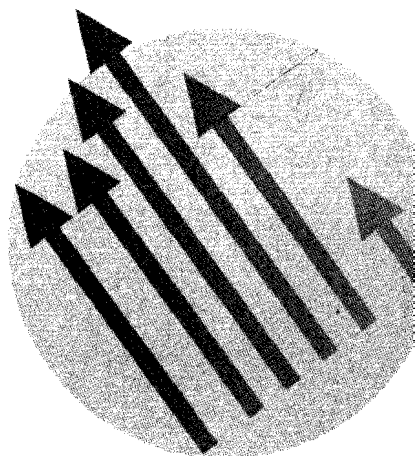


西南财经大学出版社

上市公司资本结构 与企业绩效关系研究

SHANGSHI GONGSI ZIBEN JIEGOU
YU QIYE JIXIAO GUANXI YANJIU

柴玉珂◎著



西南财经大学出版社

图书在版编目(CIP)数据

上市公司资本结构与企业绩效关系研究/柴玉珂著. —成都:西南财经大学出版社, 2012. 8

ISBN 978 - 7 - 5504 - 0817 - 3

I. ①上… II. ①柴… III. ①上市公司—资本结构—关系—企业绩效—研究—中国 IV. ①F279. 246

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2012)第 196257 号

上市公司资本结构与企业绩效关系研究

柴玉珂 著

责任编辑:孙 婧

助理编辑:刘 然

封面设计:墨创文化

责任印制:封俊川

出版发行	西南财经大学出版社(四川省成都市光华村街 55 号)
网 址	http://www.bookcj.com
电子邮件	bookcj@foxmail.com
邮政编码	610074
电 话	028 - 87353785 87352368
照 排	四川胜翔数码印务设计有限公司
印 刷	郫县犀浦印刷厂
成品尺寸	148mm × 210mm
印 张	8. 125
字 数	195 千字
版 次	2012 年 8 月第 1 版
印 次	2012 年 8 月第 1 次印刷
书 号	ISBN 978 - 7 - 5504 - 0817 - 3
定 价	25. 00 元

1. 版权所有,翻印必究。
2. 如有印刷、装订等差错,可向本社营销部调换。

前 言

资本结构即在企业的总资本中，股权资本和债权资本的构成及其比例关系。企业绩效主要是指企业在一定经营期间内的经营效益和经营者业绩，从客观上反映了企业的生产经营状况、发展前景和投资价值等。资本结构优化与否决定企业的生产经营活动能否顺利进行，与企业的生存和发展及绩效密切相关。资本结构与企业的税收、财务状况和代理成本直接相关，它不仅影响企业的资本成本和企业总价值，而且影响企业的治理结构以及经理行为，对企业的经营绩效产生重要影响。随着资本结构理论的发展，人们逐渐发现，资本结构不仅仅是一个静态的现金流分配问题，背后还隐藏着控制权的拥有和执行问题。构成资本结构的股本和债务不仅仅是企业重要的融资工具，也是非常重要的控制权基础和治理工具，两者之间特定的比例及构成，就会形成特定的控制权结构和公司治理机制。如果公司的资本结构不合理，就会影响公司的控制权安排和治理效率，引起公司价值下降，公司价值的下降将会直接导致资本结构的动态变化——公司控制权的转移，控制权转移的结果将通过重新配置资本结构和控制权，从而对公司价值产生影响。

合理的资本结构在提高企业绩效和提升企业价值的同时，

又会进一步优化企业治理结构，使企业资本结构更趋于合理化，从而使企业在激烈的市场竞争中不断发展壮大。但对于企业资本结构和企业绩效之间相关关系的研究，理论界存在着两种截然不同的观点。一种观点认为，较高的资产负债率可以给企业带来较好的效益，即资本结构与企业绩效之间存在着正相关关系；另一种观点则认为资产负债率越低企业效益越好，即资本结构与企业绩效之间存在着负相关关系。这两种截然不同的观点都有其支持者，并分别在实证分析中得到了证明。对于不同的研究对象和不同的研究背景得到不同的研究结果则表明，企业资本结构和企业绩效之间的相关关系受研究对象和研究环境发展程度不同的影响，即在不同的背景下寻求两者之间的合理关系具有一定理论研究意义。

目前我国资本市场正处在发展的关键阶段，将上市公司资本结构与公司价值作为研究主题，具有重要的理论价值和现实意义。基于这种思路，笔者主持完成了2009年度河南省社科联调研课题，并荣获一等奖。在这种认可的鼓励与支持下，笔者进一步进行了理论与实证的研究，本书也是对此问题的深入、诠释和升华。

本书在写作过程中的总体思路是：首先论述资本结构以及经营绩效理论，界定资本结构以及经营绩效的含义，其中包含资本结构的发展历程、经营绩效的衡量方法等；其次，分析资本结构与经营绩效的理论关系；最后，分析了我国上市公司资本结构与企业绩效研究现状，以河南省上市公司作为小样本进行实证分析，提出了我国上市公司优化资本结构的建议。本书分为五章：第一章导论，主要界定和说明了本书选题的背景、意义以及研究思路和内容，目的在于为以后各章做好铺垫，同时对本书的读者也起着导读的作用。第二章资本结构理论，主

要从早期资本结构理论、传统资本结构理论以及现代资本结构理论对于资本结构进行理论综述，该部分是研究的理论基础。第三章资本结构与企业绩效关系，论述了企业绩效的含义、评价指标体系及资本结构关系，从国内和国外两个层面对其主要的、具有代表性的相关文献进行整理综述。第四章河南省上市公司案例实证研究，依据河南上市公司的财务数据，在完全不同于国外成熟证券市场和监管环境下，对企业的成长性及资本结构关系进行实证研究，以验证该方面的理论在河南省上市公司的应用（以成长性表示企业绩效）。第五章优化措施，对我国上市公司的优化资本结构提出了相关的应对措施及建议。

由于国内外专家学者对资本结构理论与企业绩效相关关系的研究结论并不尽一致，以及笔者理论学术水平和经验的不足等方面的因素，本书在研究深度与广度和实用性等方面不免有许多值得商榷之处。希望相关行业专家、学者和广大读者不吝赐教。

作者

2012 年于绿城

目 录

第一章 导论 / 1

第一节 研究背景和意义 / 1

一、研究背景 / 1

二、研究意义 / 6

第二节 国内外研究现状 / 13

一、国外研究现状 / 13

二、国内研究现状 / 15

第三节 研究内容与方法 / 17

一、研究内容与框架 / 17

二、研究方法 / 19

第二章 资本结构理论综述 / 21

第一节 早期资本结构理论 / 29

一、净收益理论 (Net Income Theory) / 29

二、净营业收益理论 (Net Operating Income Theory) / 30

三、传统资本结构理论 (Traditional Theory) / 31

四、对早期资本结构理论的评述 / 31

第二节 旧企业资本结构理论 / 32

一、MM 定理 / 33

二、税差学派 / 36

三、破产成本学派 / 42

四、税差学派和破产成本学派的结合——权衡理论 / 43

五、对旧企业资本结构理论的评述 / 49

第三节 新资本结构理论 / 50

一、代理成本理论 / 52

二、信号传递理论 / 60

三、梅耶斯和梅吉拉夫 (Myers and Majluf, 1984) 的优序融资理论模型 / 63

四、对新资本结构理论的评述 / 66

第四节 后资本结构理论 / 67

一、控制权理论 / 67

二、资本结构产业组织模型 / 70

第五节 现代资本结构理论的新发展 / 75

一、资本结构与行为金融学 / 75

二、资本结构与企业外部环境 / 78

三、资本结构和产业生命周期 / 80

第六节 资本结构影响因素的理论分析及研究综述 / 81

一、国家因素 / 82

二、宏观经济因素 / 83

三、法律制度因素 / 89

四、行业因素 / 90

五、产品市场竞争 / 92

六、公司特征因素 /	94
七、公司治理因素 /	100
八、资本结构影响因素研究综述评价 /	109
第七节 国内学者关于资本结构理论的研究 /	109
第八节 总结 /	115
第三章 企业绩效与资本结构关系综述 /	120
第一节 企业绩效概述 /	120
一、企业绩效的含义 /	120
二、企业绩效的评价指标体系 /	123
第二节 企业绩效与资本结构相互作用及文献综述 /	129
一、资本结构和企业业绩相互作用分析 /	130
二、资本结构与企业绩效文献综述 /	136
第三节 资本结构与企业绩效的相互影响分析 /	158
一、资本结构对企业绩效影响的文献回顾 /	158
二、国内外研究的现状分析 /	168
三、引入外部交易成本，动态分析资本结构与企业绩效关系 /	170
第四章 河南省上市公司资本结构与企业绩效关系的研究 /	179
第一节 本章研究思路 /	179
第二节 上市公司资本结构与成长性关系文献综述 /	182
一、国外对资本结构和企业成长性关系的相关研究 /	184
二、我国对资本结构和企业成长性关系的相关研究 /	186
第三节 河南省上市公司资本结构及成长性的基本情况 /	192
一、我国上市公司资本结构及经营绩效的现状分析 /	192

二、中小板上市公司资本结构与绩效的现状分析 /	196
三、河南省上市公司资本结构及其绩效分析 /	199
第四节 河南省上市公司资本结构与成长性关系的实证研究 /	204
一、研究假设 /	205
二、研究方法 /	206
三、结果 /	208
四、分析与讨论 /	213
第五节 结论和建议 /	215
第五章 优化资本结构促进企业绩效的措施 /	218
第一节 对于河南省上市公司优化资本结构促进绩效的建议 /	218
一、转变企业经营方式,适当提高企业负债经营比例 /	218
二、转变融资方式,从股权融资逐步转变为负债融资 /	220
三、拓宽融资渠道,丰富融资方式 /	221
四、优化资本结构 /	223
五、发挥资本结构效应 /	224
第二节 优化我国上市公司资本结构的对策 /	227
一、外部对策 /	228
二、内部对策 /	231
三、合理负债比例的确定 /	233
第三节 研究不足及未来展望 /	234
一、研究不足 /	234
二、未来展望 /	235
参考文献 /	236
后记 /	251

第一章 导论

第一节 研究背景和意义

一、研究背景

自莫迪利安尼和米勒（Modigliani and Miller, 1958）两位专家首开资本结构研究的先河以来，资本结构问题逐渐引起学术界的关注，并逐步成为现代金融和财务管理学的核心研究内容，开始独立成为现代经济学的一个重要研究领域。两位专家的研究形成了著名的米勒—莫迪利安尼模型（以下简称 MM 理论）。MM 定理以高度概括的手法提出了在完美资本市场假说条件下企业绩效与资本结构无关。

国内外学者给出了资本结构的定义，即资本结构（Capital Structure）是指企业负债与股东权益的比例，即企业全部资金来源的构成及其比例关系。资本结构等同于融资结构（Financial Structure）（罗斯、威斯特菲尔德，2002；张维迎，1996；张玉明，2003）。有关资本结构的理论研究积淀颇厚，资本结构理论沿着三个方向逐步展开：第一个方向是，影响资本结构的因素是什么；第二个方向是，资本结构是否影响企业价值；第三个

方向是，最优资本结构是否存在。本质上，这三个方向的根本出发点都是企业价值是否与资本结构有关，或者说资本结构是否影响企业价值。资本结构在理论上的研究不断发展深化，但围绕资本结构的争论从来没有停止过，企业最优资本结构是否存在，企业应该如何选择资本结构？百家争鸣、百花齐放的学术观点不尽相同。具体而言就是一个企业能否通过改变其资本结构，即调整负债与所有者权益的比例来实现企业资本成本降低，市场价值最大或股东利益最大化等目的，并且逐渐成为西方经济学理论研究的焦点领域。从MM理论形成到1960年以后，掀起了一场“企业价值是否与资本结构有关”的大论战，传统旧资本结构理论学派和现代新资本结构理论学派展开了激烈的争辩，各执一词。在这场大论战之后，资本结构理论也得到了长足的发展，理论研究者打破完美资本市场假说这一假设前提，考虑企业所得税、破产成本、信息非对称等因素，相继出现了资本结构的委托代理理论、信号传递理论和控制权理论等。上述理论从不同的角度都证实了最优资本结构的存在。虽然这些理论研究的视角不同，但关于资本结构影响企业价值的观点已成定论。例如，马苏里斯（Masulis, 1983）的实证检验表明：普通股股票价格与企业财务杠杆正相关；企业绩效与负债水平正相关；能够对企业绩效产生影响的负债水平变动范围介于0.23~0.45。

从资本结构研究的起源来看，莫迪利安尼和米勒研究的重点在于探寻资本结构对企业绩效的影响，由于其结论是基于一系列严格的假设条件得出的，因此对现实情况作出有效的解释，相应的可行性并不高。随后，相当多的学者开始着手研究从其他角度探寻资本结构的成因（Leland and Pyle, 1977; Myers and Majluf, 1984; Ross, 1977），但探讨资本结构与企业绩效之间的

关系，寻求最优资本结构，一直是学者们孜孜追求的内容，也一直是国外学者研究资本结构的一个重点（Jensen and Meckling, 1976; Friend and Lang, 1988; Jensen et al, 1992; Short et al, 2002）。结构决定功能，功能反作用于结构。系统论的这一基本观点为我们认识世界提供了一种有效的分析工具——结构分析。同时对现实情况的考察以及对资本结构的实证研究结果表明：宏观经济水平、所得税因素、货币政策、资本市场、公司规模与核心竞争力等因素对于资本结构有着重要的影响；反过来，资本结构不仅会影响到企业的资本成本和市场价值，同时会对企业治理结构、控制权乃至企业核心竞争力及企业自身的成长产生重大的影响。

随着资本结构理论的发展，詹森和麦克林（Jensen and Meckling, 1976）认为资本结构不仅仅是一个静态的现金流分配问题，而且包括了控制权等一系列的变化。他们指出资本结构是一个动态的过程，由此产生了动态资本结构理论，如时机选择理论和动态权衡理论等。动态资本结构理论主要讨论的是资本结构的动态性、资本结构动态优化性以及动态平衡的稳定性。动态资本结构理论认为企业并不会像静态资本结构理论所认为的那样在不同的时期都存在最优的资本结构，而是作为动态过程来确定其资本结构，资本结构最终是企业财务活动行为的结果。企业财务行为不仅受制于其所处的宏观市场制度条件即市场利率，而且是相关利益主体相互之间对利益、控制等要求权的权衡和博弈过程。其中最具代表性的动态权衡理论认为资本结构动态变化过程中会形成交易摩擦，这些交易摩擦会产生成本，即交易成本。其中交易成本分为内部交易成本和外部交易成本。资本结构动态变化产生交易成本，进而对企业绩效产生动态效用。这种作用机制分为两种：一种是资本结构动态变化

引起控制权等内部治理结构的调整，产生内部交易成本，进而作用于企业绩效；另一种是资本结构动态变化会使股权和债权的比例发生变化，受资本市场发展的约束形成外部交易成本，即利息和股息等，进而作用于企业绩效。当前有些实证研究主要是从静态的角度研究资本结构对企业绩效的影响，对资本结构是一个动态过程的关注相对较少，与理论不一致。

从国内的现实情况来看，我国证券市场从1990年到现在2012年经历了20多年的成长，获得了长足发展。我国对资本结构问题的研究始于1990年以后，起步较晚，其研究从一开始就是和我国的企业制度改革、投融资体制改革、资本市场建设和发展紧密联系并逐渐展开的。对公司资本结构的研究逐渐受到了中国学术界的关注，部分学者还通过对中国上市公司的资本结构进行理论与实证研究，分析了中国上市公司资本结构存在的一些问题，并提出了相应的改进建议和优化措施。随着中国经济又好又快的稳步发展，投融资体制改革的逐步深化，资本市场的不断完善，尤其是近年来对中小企业融资难瓶颈问题的关注，各银行的贷款绿色通道的建成，以及民间借贷资本的合法化的浮出水面等，上市公司的筹资渠道越来越多，所以对上市公司资本结构的研究也显得越来越重要。从我国企业发展及改革的历程来看，资本结构远不是一个静态的概念。在我国现有的金融体系和企业制度下，影响资本结构的因素纷繁复杂。企业的资本结构选择既受到制度性因素的影响，也受到非制度因素的影响，既有宏观层面因素的影响，也有微观层面因素的影响。张彩昌（1998）认为我国债权市场严重滞后于股票市场的发展，企业债券融资的规模严重低于股票融资的规模，进而导致我国企业不合理的资本结构选择。万解秋（2001）从我国资金划拨体制及转轨经济的角度分析了我国企业融资结构的形

成机制。孔小文（2003）以我国上市企业畸形的股权结构导致其内部治理机制的失衡为切入点，分析了我国上市企业不合理的资本结构融资偏好。吴晓求（2003）认为我国上市企业不合理的资本结构源于我国证券市场相互割裂的市场结构、失效的并购市场以及上市企业实际控制人有悖于其他股东的价值追求。

但是，国内就此问题展开的研究并不充分，对资本结构的研究，集中在资本结构决定因素的分析上（陆正飞，1998；沈根祥，1999），针对企业绩效与资本结构的实证研究结论不一致，实证研究同样存在分歧，出现了截然相反的结论。陈小悦（1995）分析了股市收益与负债权益比率之间的关系，得出两者呈负相关的结论。这一结论既与有关理论相悖，也与国外实证研究结论不符。王娟和杨凤林（2002）的研究表明股权的集中程度和企业的负债水平没有显著的关系。蒋殿春（2003）的研究却显示股权的流通性对企业的负债水平没有影响。曹廷求和孙文祥（2004）的研究却表明国有股及法人股与企业负债杠杆呈正比例相关关系。冯根福等（2000）的研究显示股权的流通性对企业短期负债水平具有显著的负向影响。顾乃康和杨涛（2004），陆正飞和辛宇（1998）的研究表明企业业绩与负债水平呈显著的负相关关系；而洪锡熙和沈艺峰（2000）的研究却显示企业绩效对资本结构具有显著的正向影响。经过近几年的发展，我国股票市场已初步达到有效，因此，重新研究资本结构与企业绩效的关系尤为必要。

目前，我国施行的是2006年2月财政部颁布的《企业会计准则——基本准则》，当时颁布时，要求自2007年1月1日起在上市公司范围内执行，同时鼓励其他企业使用执行。新的会计准则对我国上市公司的融资决策以及资本结构都产生了重要影响。一方面，我国新企业会计准则首次实现了国际趋同，提高

了我国企业会计信息在全球经济中的可比性，降低了财务信息报告和会计信息理解与应用的成本，这方面的进步会提高我国资本市场的效率，降低国内外投融资成本，减少国际贸易摩擦，这既降低了财务融资的成本，又拓宽了企业投融资的渠道和市场。另一方面，新会计准则对企业的资本结构有重要影响。新企业会计准则将有利于我国资本市场的发展，有利于改善债权人、投资者、股东等相关利益者对企业的评价；同时，资本市场改革、金融改革、国有企业改革等多个领域改革的同步深入，必将促进企业资本结构的合理化。

由美国次级债引发的金融危机对全球的经济都产生了巨大影响，很多企业都面临着亏损甚至破产的状况，金融危机的影响使得融资困难加剧。虽然目前进入到后金融危机时代，但金融危机形势下引发的诸多问题，例如，如何生存和发展是每个企业都必须要考虑的问题。如何降低融资成本，以较低的成本取得企业经营发展所需要的资金，并利用资本结构与经营绩效的关系，确定合理的资本结构，提高企业的经营绩效，成为企业资本结构研究的一个重要课题。

二、研究意义

目前我国资本市场正处在发展的关键阶段，将上市公司资本结构与公司价值作为研究主题，具有重要的理论价值和现实意义。资本结构与企业的税收、财务状况和代理成本直接相关，它不仅影响企业的资本成本和企业总价值，而且影响企业的治理结构以及经理行为，对企业的经营绩效产生重要影响。

债务资本是一把“双刃剑”，与利润既有正相关关系，又有负相关关系。确定合理的资本结构，促进企业经营绩效的提高，对企业的生存和发展非常重要。现代资本结构理论也指出：在

有效的市场条件下，资本结构变动会影响企业价值，债权融资方式相对于股权融资方式而言对企业更有利。本书分析了相关理论，并结合案例河南省上市公司实证分析，研究样本公司的资本结构是否影响公司绩效以及怎样影响公司绩效，检验国外经典的资本结构理论在我国上市公司中的适用性。这就是本书研究的理论意义。我国资本市场起步较国外发达国家晚，而且与其他发达资本市场之间存在质的差异，这就造成了我国上市公司资本结构的相关理论研究较为落后的现象。因此，针对我国上市公司的特殊情况，分析我国上市公司的资本结构特点，根据经营绩效与资本结构的关系，优化我国上市公司的资本结构，对提高上市公司的经营绩效具有重要的现实意义。上市公司作为优秀企业的代表，在我国实际国情中，上市资格的认定有系统规范的细则，因此获准上市，在其生产经营过程中资本运作已经形成一套与资本市场相适应的模式。相比于非上市公司，上市公司在融资手段和资本结构等方面更具有研究价值，加上上市公司受证券市场监管较为严格，披露公司财务状况较为及时，数据资料真实性较强，并且按要求，要对外公开呈送报告，其数据资料的取得也具有一定的可操作性，所以在资本结构和企业绩效相关性研究中通常选取上市公司作为研究对象进行研究。

结合笔者在河南的实地调研，研究了相关上市公司资本结构与企业绩效的关系。纵观河南省上市公司现状，各个上市公司经营业绩良好，虽然较低的资产负债率使企业经营风险较小，但负债经营不足也成为制约上市公司快速发展的因素之一。所以寻求合理的企业资本结构提高企业绩效是一个比较现实的问题。

对于企业资本结构的研究，理论界已经形成了一系列比较