

上市公司 融资结构：理论与实证研究

陈耿 著

Financial Structure of Listed Companies:
Theoretical Analysis and Empirical Research



经济管理出版社
ECONOMY & MANAGEMENT PUBLISHING HOUSE

上市公司 融资结构：理论与实证研究

陈耿 著

Financial Structure of Listed Companies:
Theoretical Analysis and Empirical Research



经济管理出版社

ECONOMY & MANAGEMENT PUBLISHING HOUSE

图书在版编目(CIP)数据

上市公司融资结构:理论与实证研究/陈耿著. —
北京:经济管理出版社,2007.1

ISBN 978-7-80207-780-5

I. 上... II. 陈... III. 上市公司—融资—研究
IV. F276.6

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2006)第 133623 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:北京银祥印刷厂

经销:新华书店

责任编辑:陆雅丽

技术编辑:杨 玲

责任校对:郭红生

787mm×1092mm/16

15.25 印张

218 千字

2007 年 1 月第 1 版

2007 年 1 月第 1 次印刷

印数:1—3000 册

定价:38.00 元

书号:ISBN 978-7-80207-780-5/F·655

· 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



作者简介

陈耿 汉族，1973年生于重庆市。先后在中国人民大学、西南财经大学学习，获经济学博士学位，具有中国注册会计师、注册资产评估师资格。现为重庆大学经济与工商管理学院教师，主要从事公司金融与资本市场领域的研究，先后在《改革》、《投资研究》、《财经研究》、《财经科学》、《暨南学报》等刊物发表科研论文30余篇，出版著作2部（含合作）。

目 录

0 导论	(1)
0.1 选题背景	(1)
0.2 选题目的及意义	(4)
0.3 文献综述	(4)
0.4 本书的基本思路与逻辑结构	(7)
0.5 主要理论工具与基本研究方法	(10)
1 企业融资结构一般理论分析:逻辑起点、含义拓展 与影响因素	(11)
1.1 现代主流企业理论对企业的理解——不完备契约 与所有权安排	(11)
1.2 融资结构含义拓展	(16)
1.3 资本结构理论演进及对本书研究的启示	(24)
1.4 影响企业融资结构的外部因素分析——制度安排 与市场环境	(30)
1.5 公司治理与融资结构的关系	(41)
2 上市公司对股权融资与债权融资的选择	(49)
2.1 股权融资与债权融资的对比分析	(49)
2.2 企业所有权的状态依存特性与融资选择	(53)
2.3 我国上市公司融资行为的特征——股权融资偏好	(55)
2.4 股权融资偏好成因分析	(62)

2.5	股权融资偏好的影响	(76)
3	内部融资决策——基于股利政策角度的分析	(79)
3.1	股利政策与融资决策的关系	(79)
3.2	上市公司股利分配与内部融资实证分析	(89)
3.3	内部融资的多角度透视	(97)
3.4	内部融资效应分析	(121)
4	股权融资结构研究——股权融资的契约结构分析	(124)
4.1	股权融资结构的含义及分类	(125)
4.2	证券设计理论——一种契约主义的分析方法	(129)
4.3	股权契约安排与企业权力分配：基于权力分配效率角度的理解	(133)
4.4	中国上市公司的股权契约结构现状：制度约束与金融管制	(150)
5	债务融资结构研究	(159)
5.1	代理成本、债权人治理与债务结构	(159)
5.2	上市公司债务结构实证分析	(173)
6	上市公司融资结构调整与优化：对策研究	(205)
6.1	融资结构调整的必要性与目标设定	(205)
6.2	融资结构调整的路径选择	(208)
6.3	对策建议——制度与市场环境的调整	(209)
	主要参考文献	(224)
	后记	(238)

0 导 论

0.1 选题背景

中国的经济体制改革已经走过了 20 多年的时间。在此期间，国民经济的各个方面都发生了深刻的变化，其中最显著的莫过于社会经济生活商品化与市场化进程的推进。在这个过程中，先是逐步建立了消费品市场，然后是生产资料市场，以后陆续出现了资本市场、劳动力市场、技术市场、产权市场，等等。其中最引人注目的恐怕就是资本市场的兴起和发展了。资本市场肇端于 20 世纪 80 年代初期国债市场的出现，以后逐步扩展到企业债券市场、股票市场以及金融衍生品市场，并且逐渐发展壮大。但是，在 1992 年以前，包括发展资本市场在内的我国经济体制的改革，尽管取得了很大的成绩，但主要还是处于尝试和探索阶段，多少有些“摸着石头过河”的味道。这种状况在 1992 年党的十四大召开后发生了彻底的转变。党的十四大明确提出发展社会主义市场经济、建立社会主义市场经济体制，为中国的经济改革指明了方向。以此为契机，中国经济市场化进程明显加快。资本市场、股份制以及上市公司从此亦取得“名正言顺”的地位。这为作为资本市场主要组成部分的上市公司提供了大好的发展机会。

我国上市公司的出现和发展是与资本市场的发展分不开的。企业股票

发行和交易活动早在 80 年代中期就开始零星出现，但极不规范。90 年代初期，沪、深两地证券交易所的相继成立成为一个转折点，标志着我国资本市场的发展进入法制化与规范化的轨道，也预示着上市公司作为一个重要的企业群体，将在我国获得飞速的发展，并在国民经济活动中扮演越来越重要的角色。

经过十余年的建设，我国资本市场已发生巨大变化，上市公司数量迅速增加、规模不断扩大，已经形成一个颇具规模的股票市场。截至 2003 年 9 月，我国境内上市公司数（A、B 股）达到 1273 家，其中仅发行 A 股的公司为 1132 家。境内上市公司的总股本达到 6286 亿股，市价总值达到 39081 亿元，其中流通股市值 12664 亿元。随着股票市场的发展，其融资功能也逐渐增强。从 1991 年到 2003 年 9 月，上市公司通过发行 A 股（包括 IPO、配股、增发）筹集资金共计 7154 亿元，发行 B 股筹资共计 50 亿美元。无疑，股票市场已经成为企业筹集资金的一条重要渠道，成为推进投融资体制改革，乃至建立健全社会主义市场经济体制的一个重要环节。我国股票市场不仅取得了规模上的快速发展，结构上也在不断调整优化。上市公司的行业分布逐渐拓展，目前已经基本覆盖国民经济的各个行业；逐步消除了对上市公司的所有制歧视；上市公司的实力不断增强，特别是近两年，一大批在国民经济生活中具有重要地位的大型和超大型企业以及金融企业，例如中国联通、中国石化、华能国际、招商银行、民生银行等，相继发行 A 股并在国内股票市场上市，极大地改变了中国股票市场上市公司的微观结构，夯实了资本市场的物质基础。上市公司和股票市场在整个国民经济生活中的地位迅速提高。

但是，不可否认的是，在我国股票市场快速发展的同时，许多深层次问题并没有得到及时解决，上市公司各方面的行为也很不规范。就上市公司融资而言，大都把股票市场作为一个获取廉价资金的场所，过分甚至盲目强调上市筹集股权资金。筹集到资金后却不能有效地加以利用，结果导致公司资产质量下降，效益下滑甚至出现连年亏损；部分公司虽然盈利，但大都不愿向投资者进行分配。这导致投资者几乎不能从投资中获取应有

的正常回报。不仅如此，各家上市公司往往无视自身实际情况，拼命争取实现以配股、增发、可转债为主要方式的再融资，甚至不惜以造假、违法为手段。很多上市公司的融资行为完全偏离了企业价值最大化的基本目标，更不用说要照顾和均衡中小投资者的利益了。所谓“圈钱”，正是对这种竭泽而渔的融资做法的生动写照。

在上市公司不规范、不合理的融资活动背后其实隐藏着更大的问题。我国上市公司大都由国有企业改制而成。尽管进行了股份制改造，但很多企业的经营管理体制、激励约束机制、法人治理结构并未完成相应转变，依然表现出十足的“国企”特色：所有者缺位、内部人控制、企业行为目标异化，等等。不仅如此，在上市公司中还产生了一系列新问题，例如，国有股一股独大、大股东肆意掠夺企业及中小股东的利益、上市公司成为大股东的“提款机”，等等。问题很多，并且大都可以最终归结为上市公司内部治理结构不健全的结果。治理结构不健全，不仅使企业的融资行为“异化”，同时还会影响企业的行为目标、投资效率、内部管理与控制等各个方面。

企业治理结构的问题，在很大程度上可以在企业融资结构那里找到根源。本书对融资结构的理解并不仅仅局限于传统资本结构的内容，而是泛指企业要素各种来源渠道之间的“配合、组织与协调”关系，它在本质上体现了作为企业生产要素提供者的企业成员之间的契约关系。根据本书的理解，融资结构不仅表现为直观上企业生产要素来源渠道之间的数量关系，而且还应包括更深层次的公司治理结构内容。事实上，尽管公司治理结构与融资结构具有不同的内涵与外延，但前者在很大程度上不过是融资结构在公司治理层面意义上的逻辑延伸（详见第1章）。因此，要深入考察上市公司治理结构，就必须从融资结构入手。

正是在中国市场经济体制改革不断推进，资本市场大力发展，同时上市公司与资本市场又存在许多深层次问题的背景下，本书选择了“上市公司融资结构：理论与实证研究”作为研究题目。

0.2 选题目的及意义

选择“上市公司融资结构：理论与实证研究”作为研究题目，是希望达到以下几个目的：

①在理论上探讨企业融资结构的内涵以及融资结构与公司治理结构之间的内在逻辑关系；

②探讨资本市场条件下，尤其是现阶段我国尚处在过渡经济阶段的制度市场环境中，上市公司融资结构和融资行为的现状、特征和成因；

③探讨我国资本市场进一步发展的制度环境建设问题；

④为上市公司融资行为及融资结构的优化与资本市场的完善提供参考依据。

进行此项研究，其理论与实践意义都是显著的，归纳起来主要有以下几点：

①实现现代企业理论与财务学基本理论的融合，更加深刻地认识企业融资行为的经济内涵；

②优化上市公司融资结构和治理结构，提高企业活动的效率；

③由于上市公司是资本市场的基本构成元素，优化上市公司融资结构（治理结构）显然有利于进一步完善和发展资本市场；

④对于优化资本市场制度建设以及完善社会主义市场经济体制具有重要意义。

0.3 文献综述

与本书有关的文献资料主要包括：现代企业理论方面的文献资料；公

公司治理结构方面的文献资料；资本结构理论方面的文献资料；国内外对企业，尤其是上市公司融资行为、资本结构、股权结构、债务结构等所进行的实证研究资料。

由科斯开创的现代企业理论被称为“企业的契约理论”（The Contractual Theory of the Firm）（Coase, 1937）。之后由阿尔钦和德姆塞茨（Alchian and Demsetz, 1972）、威廉姆森（Williamson, 1975, 1980）、克莱茵（Klein, 1978）、詹森和麦克林（Jensen and Meckling, 1976, 1979）、利兰和派尔（Leland and Pyle, 1977）、罗斯（Ross, 1977）、张五常（Cheung, 1983）、格罗斯曼和哈特（Grossman and Hart, 1986）、霍姆斯特姆和泰若勒（Holmstrom and Tirole, 1989）、哈特和莫尔（Hart and Moore, 1990）、阿根亚和博尔滕（Aghion and Bolton, 1992）、杨小凯和黄有光（Yang, Ng, 1994）、张维迎以及其他学者加以开拓。这方面的部分经典文献在参考文献中有所列示。现代企业契约理论改变了人们对企业的传统认识，开始深入到企业内部来研究企业的行为与活动。研究企业的融资结构与融资行为，同样需要以现代企业理论作为理论基础。现代企业契约理论的主要观点在正文中有所阐述（见 1.1），这里暂略。

在公司治理结构方面，国内外学者进行了大量研究，资料充实。最早提出公司治理问题的应是美国经济学家伯利和米恩斯（Berle and Means, 1932）。之后，公司治理逐渐成为经济学家所关注的焦点之一。法马和詹森（Fama and Jensen, 1983）、詹森和麦克林（Jensen and Meckling, 1976）、科克伦和沃提克（Cochran and Wartick, 1988）、斯雷佛和维什尼（Shleifer and Vishny, 1997）、布莱尔（Blair, 1995）、费方域（1996）、林毅夫（1995）、张维迎（1998）、孙永祥（2002）等，都针对公司治理提出了自己的看法。本书在很大程度上要借鉴以往研究的结论，同时又不局限于以往研究框架的约束。探求企业融资结构与治理结构内在的逻辑联系，是本书力图有所创新的地方。

关于资本结构理论方面的文献也是非常丰富的。资本结构理论的发展可以大致划分出三个历史阶段：传统资本结构理论阶段，该阶段的代表人

物有威廉斯、多德、格雷汉姆、高顿、布里汉、韦斯腾、杜兰特等；以MM理论为核心的现代资本结构理论阶段，该阶段的代表人物有莫迪格利安尼、米勒、法拉、塞尔文、斯蒂格利茨、巴隆、巴克特、斯科特、罗比切克等人；“新”资本结构理论阶段，该阶段的代表人物有詹森、麦克林、梅耶斯、迈基里夫、史密斯、华纳、罗思、利兰、派尔、哈里夫、拉维夫等人。从资本结构理论演进的历史过程看，资本结构问题研究经历了一个由“外”向“内”的变化，经历了一个从“朴素”向“复杂”的转变。尤其进入20世纪70年代后期，伴随着经济学各种最新分析方法被引入理财学领域，关于资本结构问题的研究更是获得新的发展，开始摆脱旧的理论框架的约束，出现了历史性转折。以信息不对称理论为中心的新资本结构理论，开始取代旧资本结构理论登上学术舞台。以梅耶斯、詹森、麦克林等为代表的一大批新潮流人物崭露头角。他们一反旧资本结构理论只注重税收、破产等“外部因素”对企业最优资本结构的影响，试图通过信息不对称理论中的“信号”、“动机”、“激励”等概念，从企业“内部因素”来展开对资本结构问题的分析，从而为资本结构理论问题开辟了新的研究方向，提供了新的诠释。但是，西方资本结构理论迄今为止仍然存在不足和缺陷。由于资本结构问题本身的复杂性和外界环境的多样性和易变性，在这个领域内有许多问题有待进一步的探究。对于这一点，西方学者毫不掩饰。正如美国财务学专家梅耶斯在当选美国财务学会第45任主席时在其就职演讲中提到的那样：“（经过这么多年）我们对资本结构问题仍然所知甚少。”由此可见，对资本结构问题的研究远远没有达到真正的“成熟”，相反，它还存在很多含混不清的地方和争议，需要研究者紧密地结合不断变化的市场条件和制度环境，继续对资本结构问题进行探求，既要在已有的理论框架中进行深入和完善，又要努力寻找新的视角和工具，开拓资本结构问题研究的新领域。

关于企业融资结构研究的实证资料。国外在这方面的资料较多，但由于经济发展水平和制度环境的不同，国外的研究成果对于中国而言，价值主要体现在方法论上的意义，而并不能直接加以运用。因此，我们更关注

国内学者对国内证券市场及上市公司融资行为的研究资料。

从现有资料看，国内关于“融资”方面的研究主要可以概括为三类：一类是侧重于对我国投融资体制的演进与改革的研究，他们主要是从宏观角度考察我国投融资体制演进的历史、取向、效率及条件等。二类是侧重于对国有企业融资改革的研究。前两类研究的背景并不是资本市场，研究重点也并不是上市公司这样一个特殊群体，研究结论对上市公司而言也不具有针对性。三类是研究依托资本市场、主要是证券市场展开对上市公司行为的研究，这其中就包括对资本结构和融资行为的研究，主要包括：中国上市公司股权融资研究方面的文献资料；股利政策方面的文献资料；股权结构和公司治理关系方面的文献资料；管理层持股制度和期权制度方面的文献资料；债权内部结构方面的文献资料，等等。这些研究取得了丰硕的成果。本书的研究在很大程度上是建立在这些研究的基础之上（具体的评述散见于各章节）。

但是，已有研究也还存在不足，往往只是侧重对上市公司某一种融资行为的探讨，比如较多地研究在探讨上市公司的股权融资问题或者股利政策问题，而缺乏对上市公司融资行为的通盘、全局考虑。但大家都知道，企业的融资行为是一个整体，相互之间有显著的影响。只研究某一种行为，难免有所片面；以往研究的另一个问题是：在研究上市公司融资行为时，仅仅停留在“财务特征”上，没有通过融资行为和融资结构来探讨企业内部的治理结构问题；或者在研究治理结构时进行孤立的研究，也没有将它同企业的融资结构问题联系起来。

因此，非常有必要对中国上市公司的融资结构问题系统地开展研究，并挖掘资本市场的深层次问题。

0.4 本书的基本思路与逻辑结构

现代企业契约理论将企业理解为一组契约的联结。这是本书展开研究

的基本逻辑起点。基于这种理解，企业签约人之间的关系以及企业成员的价值取向，应该成为解释企业行为（包括融资行为）的主要出发点。同时应该注意到，企业外部制度环境对企业行为也会产生重要影响。事实上，企业的任何决策都可以被视为拥有决策权的企业“内部”成员根据企业“外部”环境特点所做出的一种反应。

在基于“企业是一组契约的联结”的认识基础上，本书对融资结构的含义进行了重新界定和拓展，跳出了传统资本结构的约束，将融资结构定义为“企业融入生产要素时所体现出的要素各种来源渠道之间的配合、组织与协调关系”。这个定义丰富了融资结构的内涵并拓宽了其外延，将融资结构与企业内部的权力分配结构以及企业要素提供者之间的关系问题紧密结合起来。因此，在这个意义上研究融资结构问题，实际上也就是同时在研究企业的治理结构问题。

在融资结构新定义的基础上，本书逐步展开关于企业资金（要素）各来源渠道之间关系的研究。研究内容涵盖企业对债权融资与股权融资的比较与选择、企业的利润留存（内部融资）决策、股权融资内部结构、债权融资内部结构等各个方面。研究过程中始终强调以企业的契约性质为出发点，注重分析融资结构所体现的企业成员间的契约关系、融资结构和公司治理结构的相互作用和由此产生的效率问题，并企图通过融资结构的调整来实现企业效率和价值的提升。

应当指出的是，在贯穿全书的分析过程中，制度性因素对融资结构的作用始终是我们研究的重点。但大家都知道，除了制度性因素之外，非制度性因素，包括经济发展水平、经济周期、企业所属行业的特征等，常常也会对企业的融资结构决策产生显著影响。例如，最近兴起的战略公司财务理论的研究结果表明，企业产品的市场竞争结构是影响企业负债率的一个重要因素。尽管如此，本书在研究过程中，为了保持逻辑的清晰和结构的一致，以及从篇幅上考虑，暂时不将此类非制度性因素纳入研究范围。我们假设非制度性因素是固定的，在此基础上着重分析制度安排（包括企业外部的制度安排与内部的权力分配）对企业融资结构的作用。

全书除导论外，共分六章。导论主要是对本研究所涉及的背景、意义、方法和结构等基本问题进行说明。

第1章主要是进行理论分析并为后面的研究做好铺垫。在基于现代企业理论对企业理解的基础之上，挖掘并拓展企业融资结构的深刻内涵，并着重从制度、环境两个方面研究企业融资结构是如何决定的。这里的制度既包括像产权制度、投融资体制此类对企业而言所谓的“外部”制度，也包括影响企业权力在企业要素不同提供者之间进行分配的企业“内部”制度，即公司治理结构安排。

从第2章到第5章，紧密结合我国经济活动的现实，以我国上市公司这样一个特定的企业群体为依托，深入分析企业具体的融资结构问题。这几章研究的重点是要明确现阶段我国上市公司融资结构的现状和基本特征；从外部制度安排、市场环境以及企业内部治理结构（本质上也是一种制度安排）的角度分析现存融资结构的形成原因；探讨这种既定的融资结构对企业融资活动效率的影响。

具体而言，在第2章中，主要探讨股权资金与债权资金的结构关系，并着重对上市公司的股权融资偏好进行阐释。第3章主要从股利政策角度入手探讨上市公司内部融资行为的特征。而从第4章到第5章，开始放松同一性质资金内部同质的假定，考察股权融资和债权融资各自内部的比例关系。第4章从理论与实证两个方面分析股权性质资金内部的契约结构关系。第5章则是从代理成本角度入手，着重考察债权性质资金的内部结构。尽管内容比较庞杂，但各章的分析都是以“企业是一组契约的联结”为基本出发点，其归宿都在于分析融资结构对公司治理结构效率及企业价值的影响。在贯穿各章的分析过程中，坚持理论与实际紧密结合，采取了两条线索并行并重的方式来考察企业融资结构的形成和效率。在外部因素方面，考察各种制度安排和资本市场条件对融资结构的影响；而在内部因素方面，则主要从企业内部权力分配（公司治理）的角度展开分析。总之，企业外部的制度、市场因素与企业内部的权力分配结构成为贯穿全书研究企业融资结构问题的两条并行的主线。

在第6章（最后一章），在前面各章进行理论和实证分析的基础之上，展开对融资结构调整问题的研究，目的是寻求优化融资结构的途径，提高企业融资活动的效率。

0.5 主要理论工具与基本研究方法

本书在分析问题的过程中将综合运用多种理论工具，主要包括：现代企业契约理论、产权理论、新制度经济学有关理论、信息不对称理论、代理成本理论、现代金融投融资理论，等等。其中，现代企业契约理论在本书具有极其重要的地位。事实上，正是按照现代契约理论的理解，将企业解释为一组契约的联结，是本书对融资结构重新界定的理论基础，也是本书展开相关问题分析的基本逻辑起点。此外，以MM定理为核心的现代资本结构理论，以不对称信息为中心的新资本结构理论也在各章得到了广泛运用。

在写作的指导思想上，始终坚持辩证唯物主义和历史唯物主义的方法论，重视理论和实际相结合、抽象和具体相结合，坚持逻辑与历史的一致。在具体方法上，首先，一个最大的特色是始终运用契约主义的分析方法，强调企业的契约性质，深入剖析企业成员之间的契约关系的形成、效率和影响。其次，规范研究与实证研究相结合，也是贯穿全书各章的一个突出特点。各章在结构上多采用先规范、再实证的安排，非常注意理论与实际的紧密结合。再者，本书重视比较分析法的使用，尤其是在企业融资结构的中外对比分析上，运用较多。除此之外，经济分析中所常用的一些方法，诸如归纳、演绎、定量分析等，在本书中都有一定的运用。

1 企业融资结构一般理论分析： 逻辑起点、含义拓展与影响因素

1.1 现代主流企业理论对企业的理解——不完备契约与所有权安排

在展开正式的讨论之前，我们将先用一小节的内容来高度概括地阐释现代企业（契约）理论对“企业”的理解和认识。之所以需要这样一个“引子”，是因为将企业视为“一组契约的联结”，是本书研究企业融资结构问题的基本逻辑起点。

现代企业理论是过去二三十年间经济学中发展最为迅速、最富有成果和创造性的领域之一。它与博弈论、信息经济学、产权经济学以及新制度经济学等新兴理论工具和方法相互交叉、相互借鉴、相互融合，极大地丰富了微观经济学的内容，深化了人们对市场制度和企业组织运行的认识，为理论研究开拓出一个全新的领域。

现代企业理论是在对新古典经济学的反思和批判中发展起来的。新古典的企业理论（厂商理论）将企业视为一个“黑匣子”，主要从技术角度，运用边际分析方法，对企业的生产行为进行研究。在这里，生产者行为被简单地抽象成在市场、技术和经济约束条件下的利润最大化或成本最小化问题。从积极方面看，新古典的企业理论在一般意义上强调技术的重要作