

教育部人文社会科学重点研究基地
2001年度重大项目研究成果

上市公司 资本结构与业绩研究

——以长江三角洲地区上市公司为例

刘志彪等 著



中国财政经济出版社

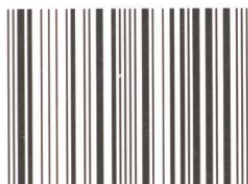
SSGSSZBJGYYJJ

F279.246
L79

上市公司资本结构与业绩研究

——以长江三角洲地区上市公司为例

ISBN 7-5005-7149-6



9 787500 571490 >

ISBN 7-5005-7149-6
F·6252 定价：18.00 元

F2
L7

教育部人文社会科学重点研究基地
2001 年度重大项目研究成果

上市公司资本结构 与业绩研究

——以长江三角洲地区上市公司为例

刘志彪等著

中国财政经济出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

上市公司资本结构与业绩研究：以长江三角洲地区上市公司为例 / 刘志彪等著. —北京：中国财政经济出版社，2004.3

教育部人文社会科学重点研究基地 2001 年度重大项目研究成果

ISBN 7-5005-7149-6

I. 上… II. 刘… III. ①上市公司 - 资本的有机构成 - 研究 - 中国②上市公司 - 经济效果 - 经济评价 - 中国 IV. F279.246

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2004) 第 019424 号

中国财政经济出版社出版

URL: <http://www.cfeph.com.cn>

E-mail: cfeph@dre.gov.cn

(版权所有 翻印必究)

社址：北京海淀区阜成路甲 28 号 邮政编码：100036

发行处电话：88190406 财经书店电话：64033436

北京人卫印刷厂印刷 各地新华书店经销

850×1168 毫米 32 开 9.875 印张 233 000 字

2004 年 4 月第 1 版 2004 年 4 月北京第 1 次印刷

定价：18.00 元

ISBN 7-5005-7149-6/F·6252

(图书出现印装问题，本社负责调换)

前 言

选择什么样的资本结构，是公司最重要的战略决策之一。资本结构决定了资本所有者之间及其与公司其他利益相关者之间的契约安排。资本结构与公司治理结构、公司战略、公司成长和公司价值之间存在着深刻的内在关联。本书运用“资本结构—企业行为—企业绩效”这一分析范式，动态地、交互地研究了它们之间的内在的经济联系，并主要以我国人口最稠密、经济最发达、人民生活最富裕的经济区域——长江三角洲地区的上市公司为例，对处于经济转型中的我国资本市场、公司行为、企业绩效等诸多问题做了详细的实证分析，试图以我国发达地区的企业实践为背景，进一步揭示处于转轨经济中的企业行为特征和微观经济运行绩效。

本书是南京大学长江三角洲经济社会发展研究中心承办的教育部人文社会科学研究基地 2001 年度重大项目（项目编号：01JAZJD790010）研究成果，可以作为海内外研究人员、大专院校师生和有志于公司经济和金融研究爱好者的重要的阅读书籍和参考资料。

项目主持人为刘志彪。

全书撰写分工如下（按所撰写的章的顺序排列）：谭克：第一章、第二章；陆国庆：第三章；刘志彪、姜付秀、卢二坡：第四章；姜付秀：第五章；张金华：第六章；汪德华、刘志彪：第

七章；万伦来、曹世勇：第八章；万伦来：第九章；史先成：第十章；周晓艳：第十一章；许春、黄载曦：第十二章；高春亮：第十三章。

作 者

2004 年 3 月

目 录

第一章 上市公司资本结构和业绩研究综述

- 第一节 导言····· (1)
- 第二节 相关文献综述····· (3)
- 第三节 本书的研究思路和分析方法····· (30)

第二章 资本结构、股权结构和绩效研究

- 第一节 导言····· (38)
- 第二节 资本结构、股权结构和绩效的相互关系····· (41)
- 第三节 实证模型的建立····· (59)
- 第四节 结语····· (72)

第三章 长江三角洲地区上市公司资本结构与业绩

- 第一节 问题的提出····· (88)
- 第二节 文献回顾····· (89)
- 第三节 研究设计····· (92)
- 第四节 资本结构影响上市公司业绩的总体分析····· (95)
- 第五节 第一大股东股权性质对上市公司业绩的影响
分析····· (99)
- 第六节 第一大股东持股权比例对上市公司业绩的影
响····· (104)

第七节 研究结论及其理论涵义·····	(108)
---------------------	-------

第四章 资本结构和产品市场竞争

第一节 引言·····	(112)
第二节 文献回顾·····	(113)
第三节 基本模型·····	(117)
第四节 实证检验·····	(121)

第五章 资本结构与企业的战略管理

第一节 引言·····	(135)
第二节 资本结构与企业的外部环境·····	(137)
第三节 战略性资产、资本结构与企业业绩·····	(143)

第六章 特殊股权结构下上市公司再融资与企业价值研究

第一节 上市公司特殊的资本结构和股本结构·····	(156)
第二节 特殊的资本结构下我国上市公司再融资偏好 分析·····	(158)
第三节 我国上市公司的再融资偏好对企业价值的影 响·····	(164)
第四节 建议与启示·····	(169)

第七章 再融资政策、上市公司增长冲动与业绩异常分布

第一节 引言·····	(171)
第二节 中国上市公司的增长冲动·····	(176)
第三节 模型·····	(178)
第四节 不存在强制性业绩标准时的业 绩均衡·····	(181)

第五节	不完全信息下, 存在强制性业绩标准时的业绩均衡分布	(184)
第六节	业绩可操纵对均衡的影响	(187)
第七节	结语	(192)

第八章 我国股市股本规模效应的实证分析

第一节	引言	(195)
第二节	样本的选取及各变量值的处理方法	(196)
第三节	研究方法说明	(197)
第四节	检验结果分析	(198)
第五节	基于其他单变量因素分组的组合结果分析	(201)
第六节	结语	(204)

第九章 我国上市公司信息披露影响因素的实证分析

第一节	上市公司信息披露影响因素变量的选定	(207)
第二节	上市公司信息披露评价的指标体系	(210)
第三节	变量的计算方法与样本的选取	(214)
第四节	检验方法及结果分析	(216)
第五节	几点政策性建议	(220)

第十章 股权结构与兼并行为倾向的实证分析

第一节	问题的提出	(225)
第二节	理论假设	(227)
第三节	估计模型和数据	(230)
第四节	实证分析及结果	(232)
第五节	结论	(241)

第十一章 股权结构、多元化与公司绩效

第一节	文献综述·····	(243)
第二节	研究背景和基本假设·····	(246)
第三节	实证分析与结论·····	(254)
第四节	研究结论·····	(265)

第十二章 资本结构、管理层行为与绩效

第一节	文献回顾·····	(270)
第二节	样本选取及模型构建·····	(272)
第三节	检验结果与分析·····	(274)
第四节	研究结论及启示·····	(280)

第十三章 上市公司绩效对资本结构的影响

第一节	问题提出·····	(284)
第二节	文献综述·····	(286)
第三节	理论模型·····	(290)
第四节	样本描述与回归结果·····	(297)
第五节	结论·····	(302)

第一章

上市公司资本结构 和业绩研究综述

第一节 导 言

1984 年，金融大师梅耶斯（Myers）在就任美国财务学会主席时，发表了题为“资本结构之谜”^①的致词，他感慨地说：“经过这么多年，我们对于资本结构问题所知甚少。”一眨眼又是 20 年过去了，全球的经济学家对这个问题不断进行深入研究，新的理论层出不穷，以优序融资理论、代理成本理论、财务契约论和信号模型为主流学派的不对称信息下的新资本结构理论已经把资本结构理论推到了一个前所未有的巅峰，然而没有人敢说已经彻底解决了这个“资本结构之谜”。资本结构问题仍然是金融学中最迷人的领域之一。

^① Myers, S. C., 1984, The Capital Structure Puzzle, *Journal of Finance*, Vol. 34, pp. 575 - 592.

现代公司的资本结构普遍由外源融资和内源融资两部分组成，其中，银行信贷、债券发行和股票发行又构成了外源融资的绝大部分。由于这三种方式在发行成本、净收益、税收以及对公司治理结构的影响方面存在着很大的不同，不同的选择又会形成不同的资本结构，因此从公司诞生那天起，选择什么样的资本结构，便成为公司需做出的最重要决策之一。随着市场经济、公司制企业的发展和对公司制度研究的深化，人们逐渐认识到，公司资本结构远非表面上简单的资本和债务的比例关系，它实质上决定了资本要素所有者之间及其与公司其他要素所有者之间契约关系的制度安排。资本结构与公司治理结构、公司战略、公司成长和公司价值之间存在着深刻的内在关联。于是，如何选择企业资本结构的问题，也就成为现代经济学家反复研究的“资本结构之谜”。

自 1958 年莫迪利安尼 (F. Modigliani) 和默顿·米勒 (M.H. Miller) 提出了现代资本结构理论的基石——MM 定理 (Modigliani - Miller Theorem)^① 以来，西方经济学家分别从税收、破产成本、代理成本和信息不对称等角度对资本结构问题作了大量研究，取得了很大的进展。Harris 和 Raviv (1991)^② 对这些理论作了很好的归纳和总结。这些理论表明宏观经济政策、资本市场、产业特性、公司特质和公司行为等因素，对资本结构都具有重要的影响。资本结构对公司的治理结构、控制权乃至公司的核心竞争力及公司自身的成长等都会产生重大的影响，从而最终影响公司的绩效和 market 价值。

① Modigliani, F. and Miller, M.H., 1958, The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment, *American Economic Review*, Vol. 48, pp. 261 - 297.

② Harris, M. and Raviv, A., 1991, The Theory of Capital Structure, *Journal of Finance*, Vol. 49, pp. 297 - 355.

从综合的角度来看,上市公司的财务状况、治理结构、规模状况、发展前景、二级市场股票活跃性、公司行业代表性、所属行业的发展前景,以及公司在国民经济中的地位和作用等等,都属于对上市公司进行综合评价的内容。但是在这些综合评价内容中,经营业绩最能集中地体现上市公司的综合实力,也是上市公司能够通过自身的努力不断加以改善的方面。因此,本书主要研究资本结构和业绩之间复杂的交互影响关系。

第二节 相关文献综述

一、资本结构理论

资本结构这个词是现在通行的提法,以前它也常常被称为财务结构。现大部分的文献中都把资本结构和财务结构当作是“可以互换”的两个词,它们都是指“公司长期融资工具的组合”,也就是“公司的债务与权益的比例”。刘汉民(2001)认为资本结构实际上有三重含义:(1)指股权资本或债权资本各构成部分之间的比例关系,通常称之为股权结构(所有权结构)或债权结构,这是最窄的资本结构定义;(2)指股权资本和债权资本之间的比例关系,这是最常见的定义,习惯上称之为融资结构或财务结构;(3)指物质资本(包括股权资本和债权资本)与人力资本之间的比例关系,这是适应知识经济时代的资本结构定义。本研究中所指的资本结构通常是指第二种定义。

(一) 传统资本结构理论

David Durand (1952)^①是最早对资本结构理论提出具体看法的学者，他总结了当时资本结构的三种理论：净收益理论（NI）、净经营收益理论（NOI）和传统理论。净收益法和净经营收益法都假设公司的负债成本固定不变，但对于权益资本成本及加权平均的资本成本却有不同的看法，因而对于公司价值的决定是否与资本结构（杠杆程度）有关，就会呈现出两种截然不同的观点。其中净收益理论认为，由于负债融资可以降低企业的加权平均的资本成本，因此企业的最优资本结构是100%的负债；而净经营收益理论认为，企业无论怎样改变其负债率，加权平均的资本成本率总是固定的，资本结构对企业总价值没有影响，企业融资没有最优资本结构。

传统学派理论综合了净收益理论和净经营收益理论两个极端理论的观点。该理论认为，随着负债比率的上升，公司财务风险会跟着增加，因此权益资金成本与负债资金成本都会逐渐增加，由于在不同的负债比率下，其增加速率会各自不同，因而形成先降后升的“U字型”加权的平均资金成本；在某一程度内的负债对债权人而言是安全的，所以会维持固定的必要报酬率，但对股东而言，由于负债比率的增加，企业运作的风险加大，会使得股东所要求的报酬率也随之提高。因此，企业确实存在一个可以使市场价值达到最大的最优资本结构，这种资本结构可以通过财务杠杆的运用来获得。

^① Durand, David, 1952, Cost of Debt and Equity Funds for Business; Trends and Problems of Measurement, Conference on Research in Business Finance, *National Bureau of Economic Research*, New York, pp.215 ~ 247.

传统资本结构理论仍将研究的视野局限在传统财务学领域中，因此并未受到广泛的关注。

（二）现代资本结构理论

1. MM 定理。钱颖一（2002）认为：现代经济学提供了多个“参照系”或“基准点”。这些参照系本身的重要性，并不在于它们是否准确无误地描述了现实，而在于建立了一些让人们更好地理解现实的标尺。MM 定理就是这样的基准点。

1958 年，莫迪利安尼和米勒在《美国经济评论》上发表的题为“资本成本、公司理财和投资理论”的经典论文中，提出了 MM 定理。^① MM 定理（无税）从严格意义上讲，可以分为三项定理，^② 其中最关键的是定理 I，它是整个 MM 定理的中心，集中地体现了 MM 定理的精髓。定理 I 可以表述为：“任何企业的市场价值与其资本结构无关，而是取决于按照与其风险程度相适应的预期收益率进行资本化的预期收益水平。”

这一定理的核心思想在于：由于企业为实现财务管理目标的努力和投资者实现目标利益的努力相互制约，使企业实现市场价值最大化的努力最终被投资者追求投资收益最大化的对策所抵消，所以任何企业的市场价值将独立于它的资本结构。

MM 定理在资本结构理论史上具有里程碑的意义，它开创性地把资本结构研究从应用性、描述性的传统财务学领域纳入一般均衡分析的理论框架，力图通过企业资本结构的表面现象，探寻企业资本结构的规律，从而找出企业价值与资本结构之间的内在

① Modigliani, F. and Miller, M. H., 1958, The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment, *American Economic Review*, Vol. 48, pp. 261 - 297.

② 沈艺峰：《资本结构理论史》，经济科学出版社 1999 年版，第 26 页。

联系。MM 定理标志着现代资本结构理论的诞生，其后资本结构理论的发展史几乎便是一个对 MM 定理假设条件不断放宽的过程。

2. 修正 MM 定理与米勒模型。莫迪利安尼和米勒 (1963)^① 意识到税收对资本结构的影响，放松了无税收的假定，将公司税引入了 MM 定理。MM 定理（有税）认为：将公司所得税纳入考虑之后，由于负债利息可以抵税，税盾收益的存在会使公司的价值随着“负债/权益比率”的提高而增加，加权平均的资本成本则会随着“负债/权益比率”的提高而降低；因此根据资本结构无关论的说法，公司会使其资金成本达最小，那么公司的最优资本结构应为 100% 负债。

Miller (1977)^② 对 MM 定理（有税）进行了进一步的修正，他探讨了公司所得税和个人所得税的同时存在对公司的影响。他认为通过套利过程，负债利息的税盾收益会被个人所得税抵消。因此，在均衡情况下，资本结构不影响公司的价值。

3. 破产成本理论。从 20 世纪 50 年代末到 60 年代末，经过一番大的论战后，MM 定理开始盛行于学术界。MM 定理的成立是建立在严格的假设条件之下，而现实情况往往是不完美的，其中两个最主要的不完美条件就是企业利润的课税制度和破产成本的存在。MM 定理（有税）认为公司的最优资本结构应为 100% 负债，这个结论显然与事实不符，现实世界中几乎没有任何公司的资本结构纯粹是由负债构成。导致这种极端结论的原因是 MM 定理（有税）假设不存在破产成本。而破产成本理论就是主要研究破产成本对资本结构的影响。该学派认为，在 MM 定理中，所

① Modigliani, F. and Miller, M.H., 1963, Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction, *American Economic Review*, Vol. 53, pp. 433 - 443.

② Miller, M.H., 1977, Debt and Taxes, *Journal of Finance*, Vol. 32, pp. 261 - 275.

有的负债都是没有风险的，因此该定理没有考虑破产成本的存在。然而实际上，公司的负债程度越高，所承担的利息费用就越多，公司受盈余波动而发生财务危机的机率就越大，因此公司的股东及债权人会因公司风险增加而要求较高的报酬作为补偿，使得公司的资本成本提高。因此，Baxter 和 Stiglitz 都认为，随着企业负债比例的提高，固定利息支出增多，盈利减少，业绩下降，企业破产可能性增大，这种破产可能性导致了一系列负面影响，从而最终导致市场价值降低。即使企业没有发生立即破产的可能性，但是随着负债率的提高，也会使债权人和股东（出资者）的利益冲突加剧，这种冲突会导致企业价值的下降。因此，企业资本结构的选择往往是出于对破产成本的考虑。

4. 平衡理论。平衡理论实际上是综合考虑了税收和破产成本对资本结构的影响。该理论认为，当负债的边际税盾收益等于负债的边际预期破产成本时，可得到最优资本结构的负债比率。它阐明了负债融资的两重性（收益和风险），通过引入均衡概念使企业资本结构具有了最优解的可能性，使企业资本结构理论大大地迈进了一步。

20 世纪 70 年代，正当平衡理论处于鼎盛期的时候，米勒对平衡理论进行了批评。他指出平衡理论忽略了两个事实。根据当时的实例分析，破产成本只占企业资产的 5%，不足以抵消免税优惠；而且，从 20 年代到 50 年代，企业利润率从平均 10% - 11% 上升到了 52%，非金融机构企业的负债比率在此期间却没有很大的变化。

为了解释米勒的这种批评，20 世纪 80 年代以后，一种试图综合平衡理论和米勒模型的新理论逐渐形成。它在米勒模型中引入平衡论的财务危机分析，综合了两种观点，因而被称为新平衡