

财务理论专题研究丛书

# 上市公司财务问题

Empirical Study on Several  
Financial Problems of  
Listed Companies

王明虎  
章铁生  
顾银宽  
著



经济管理出版社  
ECONOMY & MANAGEMENT PUBLISHING HOUSE

财务理论专题研究丛书

# 上市公司财务问题

王明虎 章铁生 顾银宽 / 著

Empirical Study on Several  
Financial Problems of  
Listed Companies

经济管理出版社  
ECONOMY & MANAGEMENT PUBLISHING HOUSE

**图书在版编目(CIP)数据**

上市公司财务问题/王明虎,章铁生,顾银宽著. —北京:经济管理出版社,2004

ISBN 7-80162-924-8

I. 上... II. ①王...②章...③顾... III. 上市公司—财务管理—研究—中国 IV. F279.246

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2004)第 043080 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

邮编:100038

印刷:北京宏伟双华印刷有限公司

经销:新华书店

选题策划:谭 伟

技术编辑:杨 玲

责任编辑:张 艳

责任校对:晓 泉

787mm×960mm/16

15.75 印张

238 千字

2004 年 7 月第 1 版

2004 年 7 月第 1 次印刷

印数:1—3000 册

定价:29.00 元

书号:ISBN 7-80162-924-8/F·838

·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

# 序

上市公司的财务问题是我国恢复股票上市交易以来一直备受关注的问题。学者们从资本市场的股价反应、上市公司的治理机制、上市公司的信息披露等多个方面研究了上市公司的财务问题。每一篇问题都提出一些新问题和新观点。正是这些新问题、新观点，日积月累，形成了我国社会主义市场经济的知识宝库，为我国社会主义现代化建设，为现代经济学、管理学的发展提供了强大的推动力。

在本书中，安徽工业大学管理学院的三位青年学者利用实证研究方法，研究了我国上市公司和资本市场在公司治理机制、信息披露、公司财务管理实务方面存在的一些问题。他们研究的问题虽然不是很大的课题，但切中时弊。更令人欣喜的是，三位青年学者的研究方法科学、思路清晰、推理严谨、理论素养良好，是我们研究队伍的新生力量。在他们的带领下，安徽工业大学的财务学实证研究走在安徽省前列，在国内也有一定的知名度。

从本书的研究内容看，本书对上市公司的信息披露、治理机制、资本和资产结构、投资评价等方面都有研究，并提出了一些新的理论。囿于实证研究方法的要求和我国上市公司信息的低共享度，本书未能对上市公司内部的财务管理方法，如预算管理、资本营运管理等进行探讨。如能进一步对上述研究领域进行探讨，则既可以指导上市公司财务管理，又能使本书体系得到完善，善莫大焉。

感谢安徽工业大学的专家学者们，给我一个机会向我们的研究同行介绍这一力作。笔不及言，言不及思。千言万语凝成一句话：祝安徽工业大学的青年

## 上市公司财务问题

学者们能持之以恒，笔耕不辍，为学生也为整个社会创造更多的知识财富。

厦门大学教授  
博士生导师 吴水澎

2004年5月



# 前 言

上市公司是我国企业的典范，不仅体现在它们优越的业绩，也在于它们先进的制度。然而，我国的上市公司又是年轻的，它们还处于不断地生长和完善阶段。正因为其年轻，所以总有一些不成熟的地方。研究上市公司的课题总是激动人心的，因为它有太多的背景，挑战研究人员各方面的知识和能力；同时它也是十分有意义的，它对于完善我国社会主义市场经济体制，推动经济学、管理学和金融学的相互渗透，都有着不可估量的影响。

从实际情况看，我国上市公司值得研究的财务问题很多，包括资产和资本结构、股利政策、投资评价方法、公司治理结构和信息披露等。但限于我们的学识和精力，我们在本书中做了四个部分十个专题的研究，具体内容如下：

第一部分：资产和资本结构研究，包括上市公司资产结构的实证研究、资本结构、上市公司资本结构与融资行为的实证研究三个专题。

第二部分：公司信息披露研究，包括上市公司会计利润操纵的成本与收益分析、上市公司坏账准备会计政策的实证研究两个专题。

第三部分：股利政策和公司治理研究，包括上市公司股利支付率的实证研究、上市公司股东大会参与程度的实证研究、上市公司业绩评价的因子分析模型及其实证分析三个专题。

第四部分：公司投资评价方法研究，包括投资组合模型优化发展及其应用、EVA 贴现估价模型及其实证研究两个专题。

各专题的内容简介如下：

## 专题一：上市公司资产结构的实证研究

本专题以固定资产比例占企业总资产的比例为依据，分析了企业资产结构

的影响因素。结果表明，上市公司固定资产比例确实受到行业因素、宏观经济形势、上市年数、期间费用率、资产规模、负债比率和收益率的影响。其中，经济形势、上市年数、期间费用率和固定资产比例呈负相关关系，而资产规模、负债比率和盈利能力和固定资产比例呈正相关关系。以上研究结果表明，我国上市公司固定资产比例还不能随经济环境和经营状况变动而进行理性调整。我们提出如下建议：①改善上市公司的经理业绩评价制度；②改善上市公司的经营理念；③加强内部财务管理，减少闲置资金占用。

### 专题二：资本结构：理论与实践

任何一个企业在其经营过程中，都或多或少地需要举债，为实现企业价值最大化，企业必须以其最优资本结构来指导其融资行为。现代企业资本结构理论也认为，企业最优资本结构是存在的，然而“到底是什么因素决定企业的最优资本结构”却是一个经验问题。本专题第一部分对企业资本结构理论做了一个简要回顾；第二部分结合我国沪深股市的有关数据，研究会计信息与企业资本结构之间的相关性，探索企业最优资本结构的影响因素，基本结论是：①行业是影响公司资本结构的重要因素，但我国上市公司资本结构的行业特色与西方国家表现出了明显的差异；②影响上市公司负债比率和流动负债比率的因素之间表现出较大的一致性，而影响上市公司长期负债比率的因素与影响上市公司负债比率和流动负债比率的因素之间则有较大的不同；③最初根据有关理论提出的若干假设分别被不同行业的经验证据所证实或证伪了，这说明我国上市公司已具有一定程度的理性理财水平，但总体而言，理财水平仍有限，需要不断加强与提高。

### 专题三：上市公司资本结构与融资行为的实证研究

本专题对我国上市公司资本结构与融资行为进行了实证研究，研究中发现：上市公司的外部资金来源表现出典型的“轻债务融资重股权融资”的特征，融资结构体现出较为明显甚至强烈的股权融资偏好；股市预期平均收益率、股权融资成本和债务融资成本、增发募集资金占上市公司外部资金来源之比对融资总成本存在显著的正向影响；上市公司的长期财务杠杆普遍低于短期财务杠杆。

#### 专题四：上市公司会计利润操纵的成本与收益分析

本专题分析了上市公司会计利润操纵各主体的成分与收益构成，对各主体的成本和收益进行了量化分析。在此基础上得出上市公司在目前状况下必然存在会计利润操纵的结论。最后本专题以上述成本收益分析为依据，提出如何进一步控制上市公司利润操纵的建议。

#### 专题五：上市公司坏账准备会计政策的实证研究

应收账款是企业财务报表中非常值得关注的项目。近年来，上市公司应收账款逐年增加，应收账款中暴露出的种种问题值得重视，利用应收账款坏账准备调节利润的情况屡见不鲜。本专题对此进行了实证研究并提出了对策与建议。

#### 专题六：上市公司股利支付率的实证研究

本专题主要研究上市公司的现金股利支付率、股票股利支付率以及股利支付率的影响因素，基本结论如下：上市公司现金股利支付率受以下因素影响：①现金股利支付率与每股现金净流量成正比；②股票股利支付率与现金股利支付率成反比；③现金股利支付率与年末未分配利润成反比；④现金股利支付率与公司盈利水平成正比；⑤现金股利支付率与公司流通股比例成反比；⑥现金股利支付率与宏观经济形势成正比；⑦现金股利支付率随上市公司上市年数增加而相应减少；⑧现金股利支付率与企业规模成正比；⑨现金股利支付率与负债比例成反比。上市公司的股票股利支付率存在一个稳定的基数，与宏观经济形势成正比，与现金股利支付率成反比。此外，没有明显的证据表明公司的股票股利受公司成长性、公司盈利水平和盈利波动性影响。

#### 专题七：上市公司股东大会参与程度的实证研究

本专题以上市公司为基础，分析了股东参加股东大会的积极性和影响因素。分析结果表明，我国上市公司股东参与股东大会的程度普遍不高。股东参与股东大会的程度与非流通股比例、公司规模、公司上市时间、宏观经济形势、股权集中程度以及公司上年的业绩水平有关。其中，非流通股比例、公司规模、宏观经济形势、股权集中度与股东大会参与程度正相关，而公司上市时间长度与上市公司股东大会参与程度呈负相关（其实更深层次的原因还在于非流通股比例）。公司业绩水平变动幅度也与上市公司股东大会参与程度呈正相



关。现阶段流通股股东参与股东大会程度不高，除了非流通股控股原因外，还因为股东参加股东大会要承担较高的成本。这在上市公司投资回报率不高和流通股股东股权比例不高的情况下，势必影响流通股股东参加股东大会的积极性。为了改变这种情况，上市公司是否可承担股东参与股东大会的一些成本，以吸引股东更多的关注，提高自身的效益呢？

### 专题八：上市公司业绩评价的因子分析模型及其实证分析

近年来，无论在理论界还是实务界，业绩评价（Performance Evaluation）都受到越来越多的关注，对业绩评价及相关问题的研究和讨论跨越多个学科和领域，成了经济学和管理学研究中的热点问题。本专题将因子分析应用于上市公司的业绩评价，企业业绩评价是由特定主体进行的，在界定了企业业绩评价的不同主体及其相应的评价目的后，着重从控股股东这一特定的企业业绩评价主体角度，建立了企业业绩评价的财务指标体系，在简要介绍因子分析模型后，根据我国钢铁类上市公司 2002 年的年度财务报告数据进行了实证分析，研究结果表明，因子分析是进行上市公司业绩评价的有效方法。

### 专题九：投资组合模型优化发展及其应用

投资组合分析是现代经济金融活动的重要方面，投资组合理论是现代财务的基础理论之一。特别在我国资本市场逐渐发育成熟的今天，以提升收益规避风险为目标的投资组合思想无疑是指导我国各类投资主体投资实践的利器。因此，加强对中国投资环境下的投资组合理论及其应用研究是迫在眉睫的任务。本专题正是对此所作的一个初步尝试。我们对优化发展的一些投资组合模型在我国证券市场上的适用性进行的实证检验结果表明：①Markowitz 模型不仅是现代投资理论的重要基石，而且在实践上也具有重要的指导意义，无疑对我国的证券投资基金的组合选择具有一定的借鉴作用；②在我国证券市场上，可投资的股票品种很少，也就是说，不少上市公司质量不高，真正有投资价值的股票不多；③在非卖空市场机制下，我国证券投资基金面临着较大的风险；④信息率模型的不可实现，这一方面可能是由于我国证券市场还很不成熟，致使管理者获取的是“噪声”信息；同时也可能与我国基金管理人与外国基金管理人相比在基金管理能力上的巨大差距不无关系。

### 专题十：EVA 贴现估价模型及其实证研究

与股利贴现模型和自由现金流模型相比，EVA 贴现估价法的优越性在于获取数据较容易，更加重视账面值的分析，因而重视权益价值账面值比率，而这一比率被越来越多的投资者、资金管理者以及证券分析师认为是优于市盈率的一个估价比率。本专题主要介绍了公司价值评估的一种方法——EVA 贴现估价法（Discounted Economic Value Added Valuation Method）的理论模型及其在我国上市公司价值评估中的应用。

本专著得以完成，首先要衷心感谢厦门大学博士生导师吴水澎教授的帮助与指导，他热情洋溢地为本专著作序，既是鼓励，又是对我们更高的要求。我们要感谢安徽工业大学校长助理、上海财经大学会计学兼职博士生导师林钟高教授，做实证研究的过程是一件很艰苦的工作，专著写作过程中几经周折，是在他的一再鼓励和关心下我们才得以完成，并且他在百忙之中还审阅了全书初稿。感谢一贯给予我们支持与帮助的许多老师，他们是杨亚达教授、席彦群教授、刘冰教授、刘习勇先生等。我们所在的安徽省人文社科重点研究基地“公司治理与运营研究中心”和安徽工业大学管理学院为我们提供了良好的工作环境，安徽工业大学学科建设委员会为我们提供了研究基金的支持，学校领导重视人才、重视学问的理念和举措，令我们感动并为之努力工作。许多著名学者的研究成果为我们的研究提供了重要的参考依据和研究平台。所有这些都为我们提供了巨大的精神力量，在此，我们要向他们表示衷心的感谢。

本专著也是安徽省教改示范专业——安徽工业大学财务管理专业建设的成果之一。

本专著各专题分工是：专题一、四、六、七由王明虎撰写；专题二、八、九由章铁生撰写；专题三、五、十由顾银宽撰写；最后由王明虎负择全书的统稿和审定。由于水平所限，特别是本专著涉及的问题比较多，研究中难免存在很多不足之处，希望读者批评、指正。

王明虎

2004年5月于安徽工业大学管理学院

# 目 录

## 第一部分 资产和资本结构研究

专题一：上市公司资产结构的实证研究 .....	3
一、相关研究结论综述 .....	3
二、研究假设 .....	5
三、研究设计 .....	8
四、研究结果分析 .....	10
五、结论和建议 .....	13
专题二：资本结构：理论与实践 .....	15
一、企业资本结构理论 .....	15
二、我国上市公司资本结构影响因素 .....	28
专题三：上市公司资本结构与融资行为的实证研究 .....	42
一、上市公司的资本结构分析 .....	42
二、资本结构理论发展及国际经验 .....	47
三、融资成本的界定与计量模型 .....	52
四、样本公司选择及数据的描述性统计 .....	57
五、上市公司再融资行为与融资总成本相关性 .....	60

# 上市公司财务问题

## 第二部分 公司信息披露研究

专题四：上市公司会计利润操纵的成本与收益分析 .....	71
一、上市公司会计利润操纵主体分析 .....	71
二、上市公司会计利润操纵主体的收益 .....	72
三、上市公司会计利润操纵主体的成本分布 .....	74
四、结论和建议 .....	80
专题五：上市公司坏账准备会计政策的实证研究 .....	85
一、问题的提出 .....	85
二、研究目的 .....	86
三、研究方法 .....	87
四、实证结果 .....	89
五、政策建议 .....	105

## 第三部分 股利政策和公司治理研究

专题六：上市公司股利支付率的实证研究 .....	111
一、引言 .....	111
二、有关研究回顾 .....	112
三、专题的研究假设 .....	114
四、研究设计 .....	120
五、结果分析 .....	131
六、结论与建议 .....	133

专题七：上市公司股东大会参与程度的实证研究 .....	136
一、相关研究综述 .....	137
二、研究假设 .....	142
三、研究设计和结果分析 .....	145
四、研究结论的深化分析 .....	164
专题八：上市公司业绩评价的因子分析模型及其实证分析 .....	166
一、企业业绩评价主体的界定 .....	166
二、业绩评价指标体系的建立——着重于控股股东角度 .....	168
三、企业业绩评价的方法——因子分析模型的引入 .....	171
四、我国上市公司业绩评价因子分析模型的实证分析 .....	176
五、结论 .....	184

#### 第四部分 公司投资评价方法研究

专题九：投资组合模型优化发展及其应用 .....	189
一、投资组合理论述评 .....	190
二、投资组合模型的优化与发展 .....	195
三、投资组合模型在我国证券市场适用性的实证检验 .....	205
四、结论 .....	213
专题十：EVA 贴现估价模型及其实证研究 .....	217
一、引言 .....	217
二、经济附加值 (EVA) 指标 .....	218
三、EVA 贴现估价模型探讨 .....	227
四、EAV 贴现估价模型应用的实证研究 .....	233

# 第一部分

## 资产和资本结构研究





## 专题一：上市公司资产结构的实证研究

在财务学文献中，关于资本结构的研究是最近几年研究的一个热点，相比之下，关于资产结构的研究却很少有人问津。究其原因，可能是受不同行业的影响，不同的企业都有不同的资产结构，且企业在不同的市场、宏观经济环境下资产结构也都有不同，故研究资产结构很难得出一个一般性的结论。然而企业的效益是由资产的运用产生的，不研究资产及其结构变动对企业效益的影响，财务学很难在进一步改善企业绩效的奋斗中有所作为，因此，本专题将致力于企业资产结构的一些探索性研究。

在本研究中，我们以固定资产占总资产的比例（固定资产比例）为分析对象，讨论上市公司资产结构问题。选择固定资产比例作为分析对象，主要是鉴于以下考虑：①企业资产结构的表现指标可能有多个，例如，流动资产比例、存货比例等，如逐一分析，势必导致行文过大而结果可能缺乏针对性；②固定资产是各个企业资产中的主要部分，固定资产比例在很大程度上决定着企业其他资产的比例结构。

### 一、相关研究结论综述

关于固定资产占总资产的比例一直少有专门研究，但对影响企业固定资产投资的因素则经常在财务学书籍和杂志中见到。总的来说，以下是人们研究影响固定资产投资的因素时经常关注的方面：

### (一) 固定资产与永久性资本之间的比例关系

在西方财务学中，在长期资产与权益的对称关系上，人们恪守一条原则，就是企业的长期资产必须与长期权益相对应，形成长期资产的资金来源必须是长期资金来源，包括股东权益和长期债务（汤业国，1998）。<sup>①</sup>而在我国企业中，由于受国有企业资金供应渠道变更及改革开放以来各阶段投资过热的影响，许多企业在进行初始建设投资时，其资金来源大多数为银行借款，致使固定资产与永久资本之间的关系并不显著。

### (二) 固定资产与企业盈利能力之间的关系

Donaldson (1961)<sup>②</sup>和 Myers (1984)<sup>③</sup>认为，企业管理层在融资过程中有优先次序。这个次序为：①优先考虑内部融资的投资机会，其原因主要在于内部融资可避免外部资本供应者的仔细检查，同时也免除了外部融资的发行成本。②如企业的内部现金流量不能满足投资机会需求时，应优先考虑单纯债务（straight debt）。这主要是考虑到债务融资对经营者所形成的干预比股票融资少。③优先股股票和混合型证券融资，这些融资方式兼有负债融资的特点。④最不理想的融资方式是发行股票，它增加资本成本，也增加了所有者对经营者的干预。

### (三) 固定资产与宏观经济周期

经济的周期性波动对财务管理有非常重要的影响。在经济萧条阶段，由于

① 汤业国，(1998)《中西方企业财务管理比较研究》，中国人民大学出版社第1版，第241页。

② Gordon Donaldson, (1961): Corporate Debt Capacity. Harvard Business Review. 47 (1969). pp. 67 - 79.

③ Stewart C. Myers, (1984): Capital Structure Puzzle. Journal of Finance. 39. July 1984. pp. 579 - 592.