

第1卷 第1期

(总第1期)

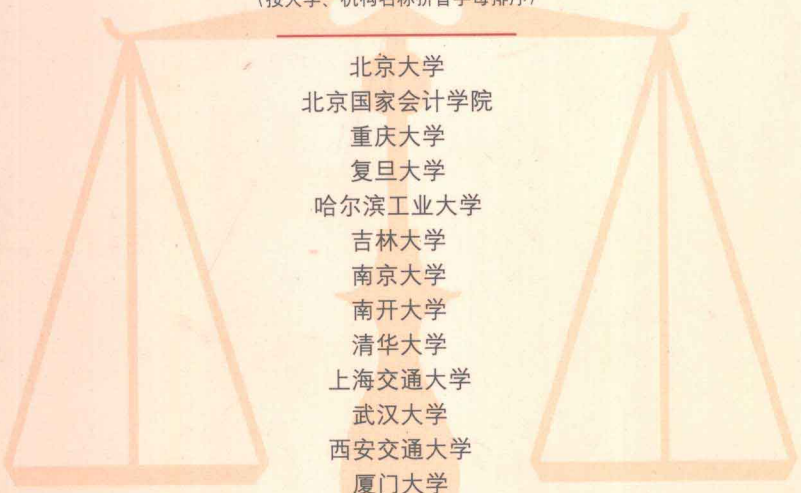
Vol.1 No.1

中国会计评论

CHINA ACCOUNTING REVIEW

《中国会计评论》理事会

(按大学、机构名称拼音字母排序)



北京大学
北京国家会计学院
重庆大学
复旦大学
哈尔滨工业大学
吉林大学
南京大学
南开大学
清华大学
上海交通大学
武汉大学
西安交通大学
厦门大学
浙江大学
《中国会计评论》编委会
中国人民大学
中山大学

北京大学出版社

2003·7

中国会计评论

CHINA ACCOUNTING REVIEW

名誉顾问

厉以宁/北京大学
梁允能/清华大学
葛家澍/厦门大学
阎达五/中国人民大学

主编

王立彦/北京大学

副主编

陈 晓/清华大学 吕长江/吉林大学 刘 星/重庆大学

编委(按姓氏拼音排序)

陈 晓/清华大学	刘志远/南开大学
陈小悦/北京国家会计学院	吕长江/吉林大学
陈信元/上海财经大学	曲晓辉/厦门大学
耿建新/中国人民大学	王立彦/北京大学
刘 峰/中山大学	王平心/西安交通大学
刘 星/重庆大学	

编辑部

梁鸿飞/北京大学 肖 星/清华大学
吴联生/北京大学 (编务助理: 代冰彬 桂 权)

地址

北京市海淀区成府路 205 号北京大学出版社 322 室
(邮编: 100871 电话: 010-62752926 传真: 010-62556201)

图书在版编目 (CIP) 数据

中国会计评论 / 王立彦主编. — 北京: 北京大学出版社, 2003. 7
ISBN 7-301-06651-1

I. 中… II. 王… III. 会计-评论 IV. F23

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2003) 第 097971 号

书 名: 中国会计评论
著 作 责 任 者: 王立彦 主编
责 任 编 辑: 刘云艳 梁鸿飞
标 准 书 号: ISBN 7-301-06651-1/F·0721
出 版 发 行: 北京大学出版社
地 址: 北京市海淀区中关村北京大学校内 100871
网 址: <http://cbs.pku.edu.cn>
电 话: 邮购部 62752015 发行部 62750672 编辑部 62752926
电 子 信 箱: lhf@pup.pku.edu.cn
排 版 者: 北京高新特打字服务社 51736661
印 刷 者: 北京大学印刷厂
经 销 者: 新华书店
787 mm×1092 mm 16 开本 16.25 印张 310 千字
2003 年 7 月第 1 版 2003 年 7 月第 1 次印刷
定 价: 35.00 元

未经许可, 不得以任何方式复制或抄袭本书之部分或全部内容。

版权所有 侵权必究

中国会计评论

CHINA ACCOUNTING REVIEW

《中国会计评论》秉承学术中立、公正原则，遵守中华人民共和国法律，参照国际规范学术期刊的管理和编辑工作方式运行，实行匿名审稿制。

本刊内容涵盖（但不局限于）财务会计、管理会计、审计、税务、公司财务、会计师职业道德等领域，以实证研究方法为主导。

本刊大力提倡国际主流的经验式研究和分析式研究，也欢迎案例分析、实验研究、问卷调查、比较分析等方法。无论采用何种研究方法，都应当坚持严谨、深入、细致、求实的学术风范。本刊也刊登高水平的书评和文献综述性文章。

本刊不刊登已经在其他刊物发表过的论文或正在其他刊物审稿中的稿件。作者投稿时必须注明其稿件满足这一条件。

本刊主要面向大学会计教育界和学术界。

本刊以中文为主。作者投稿时应将打印稿一式两份寄至：

北京大学光华管理学院 王立彦 教授（邮编：100871）

清华大学经济管理学院 陈 晓 教授（邮编：100084）

《中国会计评论》体例

本刊以中文为主。海外学者可用英文投稿,本刊直接发表英文稿件,或由本刊组织翻译成中文发表。中文稿在本刊发表后,作者可继续以英文发表。稿件评审结果在收到稿件两个月之内通知作者。稿件如被录用,请作者将文章用与中文 Microsoft Word 兼容的软件录入,并将软盘寄至编辑部,或通过电子信箱将文章电子版传送至 lywang@gsm.pku.edu.cn 或 chenx@em.tsinghua.edu.cn。

稿件格式

1. 稿件须隔行单面打印,并按顺序标注页码。标题应尽量精简。
2. 稿件的第1页应包括以下信息:(1) 文章标题;(2) 作者姓名、单位以及通讯作者的通信地址、电话或电子邮件地址。
3. 稿件的第2页应提供以下信息:(1) 中文信息:文章标题、不超过200字的摘要、3—5个关键词;(2) 英文信息:文章英文标题、作者英文名及单位英文名、不超过200字的英文摘要、3—5个英文关键词。
4. 文章正文的标题、表格、插图必须分别连续编号。第一级标题居中,用中文数字一、二、三等编号,第二级标题左对齐,用中文数字(一)、(二)、(三)等编号。第三级以后编号一律使用阿拉伯数字。
5. 脚注数目应尽量精减,并用连续的阿拉伯数字上标标注。脚注不得包含图表,尽量不包含公式。致谢及获得资助声明可置于包含作者信息的第1页第1个脚注。
6. 公式应标以连续的数字(1)、(2)、(3)等。
7. 每张插图必须打印在单独的一张纸上,并在行文中指明其位置。图中线条、符号及文字必须清晰。
8. 所有参考文献出现在文章的末尾。文献信息如出自连续出版物(期刊),应包含作者姓名、文献年份、文献名、期刊名和期刊序列号,以及文献所在页码;如出自著作,应包含作者,出版年份,作品名称,出版者地点,出版者名称。所有文献统一按作者姓名的汉语拼音(或英文姓名字母)顺序排列。参考文献应参照如下格式列示:

- [1] Schipper, K., 2000, Financial accounting and reporting research in transition economies, *Taiwan Accounting Review*, Vol.1, October, pp.1—14.
- [2] Ball, R. J., and P. Brown, 1968, An empirical evaluation of accounting income numbers, *Journal of Accounting Research*, Autumn, pp.159—178.
- [3] 王立彦、王婧、刘军霞, 2002, 内部监控双轨制与公司财务信息质量保障,《审计研究》,第6期,第34—39页。
- [4] 陈晓、陈小悦、倪凡, 1998, 中国上市公司首次股利信号传递效应的实证研究,《经济科学》,第5期,第33—43页。
- [5] 厉以宁, 2003,《资本主义的起源——比较经济史研究》,北京:商务印书馆。

文章正文中提及参考文献时,应使用“著者+年份”制,例如:“张明(1998)认为”、“曾有研究者探讨过这一问题(Schipper, 2000)”。正文提及的参考文献应与正文后列出的文献成——对应。

稿件发表后,本刊向主要论文作者免费提供本刊同期正本2册和文章抽印本10份。

《中国会计评论》理事会

(按大学、机构名称拼音字母排序)

理事长

清华大学/北京国家会计学院 陈小悦

理事

北京大学	陆正飞
北京国家会计学院	陈小悦
重庆大学	刘 星
复旦大学	洪剑峭
哈尔滨工业大学	王福胜
吉林大学	吕长江
南京大学	王跃堂
南开大学	刘志远
清华大学	陈 晓
上海交通大学	(待定)
武汉大学	王永海
西安交通大学	柯大纲
厦门大学	庄明来
浙江大学	郑明川
《中国会计评论》编委会	王立彦
中国人民大学	戴德明
中山大学	魏明海

特邀理事

中国会计学会 刘玉廷

中国证券监督管理委员会 张为国

中国注册会计师协会 陈毓圭

中国会计评论

第 1 卷 第 1 期

2003 年 7 月

目 录

文章

中国证券市场中的财务问题:

实证研究述评	蔡 祥 李志文 张为国 (1)
点评	李 言 (24)

上市公司的财务指标与审计意见类型

相关性的实证分析	朱小平 余 谦 (29)
点评	陈 晓 (49)

控股权转让内幕交易的实证研究	刘志远 鄂 华 (51)
点评	李文兴 (77)

不同竞争形态下公司资本结构选择的

实证分析	刘 星 曾 宏 朱 艳 (79)
点评	陈信元 (90)

信息电子产业研究发展支出费用与股东报酬之关联性	马嘉应 (93)
点评	姜国华 (110)

审计定价影响因素研究

——来自中国上市公司首次审计费用披露的证据	伍利娜 (113)
点评	耿建新 (129)

重大事件与封闭式基金的信息披露	余为政 叶敏蕾 (131)
点评	田利辉 (144)

点评	洪剑峭 (147)
----------	-----------

中国股票首次公开发行真的被低估了吗?	陈 超 陈文斌 (149)
点评	刘 力 (163)

股利政策与盈余信息对 A、B 股市场影响的

比较研究	吕长江	韩慧博 (165)
点评		王化成 (176)
股价涨跌停与市场过度反应:实证分析	徐龙炳	吴林祥 (179)
点评		沈艺峰 (191)
盈余质量的市场反应		柳木华 (193)
点评		王跃堂 (214)

专稿

The Magic of Markets	Charles M. C. Lee	(219)
浅谈实地研究:三论中国会计研究	李志文	(241)

CHINA ACCOUNTING REVIEW

Vol. 1 No. 1

July, 2003

CONTENTS

Articles

Issues of Corporate Finance in China's Capital Market:

A Review of Empirical Researches

..... Xiang Cai, Chi-Wen Jevons Lee and Weiguo Zhang (1)

Discussant Yan Li (24)

The Empirical Investigation of the Relationship between Financial Variables
and the Type of the Audit Reports

..... Xiaoping Zhu and Qian Yu (29)

Discussant Xiao Chen (49)

An Empirical Study of the Inside Trading in PLCs' Takeover

..... Zhiyuan Liu and Hua E (51)

Discussant Wenxing Li (77)

An Empirical Study on the Choice of Capital Structure in different

Competitive Forms Xing Liu, Hong Zeng and Yan Zhu (79)

Discussant Xinyuan Chen (90)

Research of the Relationship between R&D Spending and Stockholders'

Returns in Taiwanese Information-Electronic Industry

..... Jiaying Ma (93)

Discussant Guohua Jiang (110)

The Determinants of Audit Fee: Evidence from Chinese Stock Market's

First-time Disclosure of Audit Fee Lina Wu (113)

Discussant Jianxin Geng (129)

Momentous Event and Information Disclosure of Closed-End Fund	
.....	Veicheng Yu and Minlei Ye (131)
Discussant	Lihui Tian (144)
Discussant	Jianqiao Hong (147)
Pricing Chinese IPOs: Are They Really Undervalued	
.....	Chao Chen and Wenbin Chen (149)
Discussant	Li Liu (163)
Comparative Influence of Dividends and Earnings Information on	
A, B Share Market	Changjiang Lu and Huibo Han (165)
Discussant	Huacheng Wang (176)
Price Limit Closes and Market Overreaction: Evidence from	
China Stock Market	Longbing Xu and Linxiang Wu (179)
Discussant	Yifeng Shen (191)
The Market's Response to the Quality of Earnings	Muhua Liu (193)
Discussant	Yuetang Wang (214)

Invited Papers

The Magic of Markets	Charles M. C. Lee (219)
On Field Study: Third Essay on Accounting Research in China	
.....	Chi-Wen Jevons Lee (241)

中国证券市场中的财务问题：实证研究述评

蔡 祥 李志文 张为国*

摘 要 本文对与中国资本市场中的财务问题相关的实证研究进行了比较全面和系统的回顾。总的来看,我国近几年来在公司财务领域的研究已经取得了比较长足的进展,这不仅表现在其所涉及的领域日益广泛,而且表现在对于某些具体问题分析的逐渐深入。当然,这些研究也或多或少地表现出一定的缺陷与问题。作者对其中一些文章进行了简要的批评式评价,希望能为未来的研究提供进一步的思路。

关键词 资本市场, 实证研究, 回顾与评价

中国证券市场的迅速发展不仅为众多的企业提供了宝贵的权益融资机会,也为以公司财务问题为基本对象的实证分析提供了一片肥沃的土壤。尽管相关的研究起步较晚,但从其短暂的发展历程来看,无论是在文献的数量和质量上,还是在研究所涉及的领域上,都呈现出喜人的上升趋势。本文的目的就在于对截止到目前的这些研究及其发现进行比较全面的介绍,同时通过对相关文献的具体评价与研究领域的综合分析为中国未来的实证研究发展做出尝试性的探索。

本文的结构安排如下:第一部分给出了一个粗略的分析框架,根据该框架,在第二部分中对相关文献进行了比较系统的评述,第三部分为本文的结论。

一、分析框架

在具体地介绍文献之前,我们需要对实证研究所涉及的公司财务领域进行一个总体性的概述,这一努力体现在图1的基本框架之中。从图1可以看出,本文将从资金运动过程的角度分如下三个主要方面进行文献的综述:融资与资本结构,投资策略、治理结构与公司绩效,股利公告与股利政策。

* 蔡祥,清华大学经济管理学院会计系;李志文,美国杜兰大学南律曼商学院,中国清华大学经济管理学院;张为国,中国证监会。通讯作者:蔡祥,邮编:100084, E-mail: Caix2@em.tsinghua.edu.cn。

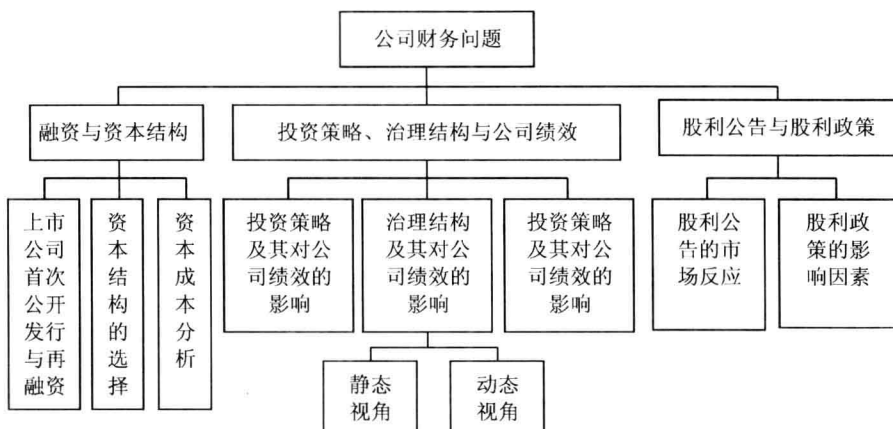


图1 公司财务问题实证研究框架

二、文献述评

(一) 融资与资本结构

企业的运作首先必须以一定的资本为基础,因此企业的融资行为就构成我们分析的起点。对于企业融资问题的关注集中在如下三个方面:一是企业的权益融资行为,二是体现企业债务融资的资本结构的选择,三是资本成本分析。下面我们分别对相关文献予以介绍。

1. 上市公司首次公开发行(IPO)与再融资

对于权益融资的关注更多地体现在人们关于股票发行定价的研究上。在给定的市场期望风险回报率条件下,过低的发行价显然将导致企业权益资本成本的上升,然而过高的发行价又可能导致发行的失败,因此,合理的股票发行定价变得尤为重要。相对于再融资的股票发行,在IPO市场上,定价由于以下两方面的原因而变得困难:一是缺乏可见的市场价格作为参考;二是许多IPO公司的经营历史短暂,缺乏充分的价值评估信息。人们关于定价合理性的判断往往从股票上市后一定期间的价格反应来看,相关的研究也基本上从下面三个方面进行:

- (1) 上市首日收益率,研究股票上市当天的市场反应;
- (2) 短期收益率,研究股票在一周、十天或数月内的市场反应;
- (3) 长期收益率,研究股票在一年或一年以上期间的市场反应。

为了更为准确地衡量定价的影响,在计算上述各个期间的收益率时,往往需要剔除整个市场变化的影响,从而体现为一种超额收益率。从具体研究结果来看,主要包括各个期间收益率的描述性结果以及各个期间收益率的截面差异

解释。表 1、表 2 分别汇总了我国 A 股、B 股市场首日收益率的研究发现。对比两表,我们可以发现两个市场存在显著的差别,A 股市场的首日收益率要远远高于 B 股市场。单就 A 股市场来说,由于各个研究者选择的样本不同,研究的时期不一样,各项研究结果差异甚大,但总的来说我国首日收益率要远远高于任何其他国家和地区。王晋斌(1997)从发行市盈率“一刀切”的管制政策角度对这一现象进行了解释。然而宋逢明,梁洪昀(2001)以取消发行市盈率限制后上市的 95 只股票为样本的分析结果显示,发行市盈率的差距并没有拉开,初始回报仍处于很高水平。而就 B 股市场来说,其首日收益率与其他国家、地区股票市场的比较接近。

表 1 中国 A 股市场的首日收益率

论文	样本区间	样本数	上市首日收益率(%)
Mok, Hui(1998)	1992.6—1993.12	87	289
陈工孟,高宁(2000a)	1992—1996	480	327
Su, Fleisher(1998, 1999)	1987.1—1995.12	308	948.6*
Su(1999)	1994.1—1997.12	283	129*
陈工孟,高宁(2000b)	1992.1—1995.8	273	353.73
刘力,李文德(2000)	1992—1999	781	142.84
徐剑刚,潘烈,范国祖(2000)	1997.1—1999.6	330	138.12
Chi, Padgett(2002a)	1996—2000	668	129.16

注：* 为没有扣除上市当日市场变化的原始收益率。

表 2 中国 B 股市场的首日收益率

论文	样本区间	样本数	上市首日收益率(%)
Mok, Hui(1998)*	1992.6—1993.12	22	26
陈工孟,高宁(2000a)	1991—1996	85	26
Su, Fleisher(1999)	1992.1—1996.1	57	37.10
陈工孟,高宁(2000b)	1992.1—1995.8	62	40.6
陈超,陈文斌(2001)	1992—2000	114	28.63

* 样本只包括了在上海证券交易所上市的公司。

至于首日收益率截面差异的影响因素,Su, Fleisher(1998, 1999)的研究结果表明,在上市后不久即大量增发股票的公司,首日收益收益率比较高,作者从信号传递理论的角度对这一现象进行了解释。Chen, Firth, Kim(1999)、陈工孟,高宁(2000a)的研究进一步证实了上述结果,并发现股票发行与上市之间的时间间隔对于首日收益率具有显著正的影响。刘力,李文德(2000)的研究结果也显示了发行间隔的显著影响,同时作者发现,新股首日收益与流通股比例,上市后第一个交易月的股价标准差正相关,而与筹资金额、新股发行价格负相关。Chi, Padgett(2002a)的最新研究尽管没能为信息传递假说提供进一步的证据,却在一定程度上验证了刘力等(2000)的发现,该文的分析同时表明市场需求对于首日收益率具有显著正的影响。

对于 A 股短期收益率的研究, Mok 等(1998), Su 等(1999), 刘力等(2000), Chi 等(2002a)均发现存在负的平均超额收益, 然而与 A 股的首日收益率相比, 这些负的收益显然要小得多。

上市首日显著的超额收益, 既可能是由于发行价格定价过低, 也可能是由于市场存在过度反应。如果后一假设成立, 则长期来看就会由于价值的回归而导致 IPO 公司负的长期收益率, 这一点在各国的研究结果中得到了一定程度的证实。Mok 等(1998), 陈工孟, 高宁(2000b), 陈超, 陈文斌(2001), Chi, Padgett(2002b)分别对于中国 IPO 公司的长期收益率进行了研究。从总的结果来看, 在相对短的期间内(两年或两年以下), A 股的 IPO 长期收益率基本上为正。而在三年期的窗口下, 则存在比较矛盾的结果。Chi 等(2002b)以 1996—1997 年上市的 A 股公司为样本, 按照购买持有法(BUY-AND-HOLD)计算的市场调整回报显著为正; 陈工孟等(2000b)以 1992.1—1995.8 期间上市的 A 股和 B 股公司为样本, 采用相同方法计算的超额回报则显著为负; 而陈超等(2001)采用对照样本法计算的 B 股三年期收益率则没有发现比较显著的结果。但无论如何, 市场无效并无法解释全部的 A 股首日收益率。

总体而言, 上述研究已极大地增进了我们关于股票一级发行市场的认识, 但也存在着如下几方面的局限性:

一是缺乏对制度背景的充分考虑。一个关于制度背景的直接问题就是, 上市公司及证券承销商在发行定价上是否拥有完全的决策权呢? 陈工孟, 高宁(2000a)由发行抑价几乎存在于世界各个证券市场上的普遍事实, 推断发行抑价是公司管理者、发行人和承销商共同制定的一项财务政策。但事实上, 我国 IPO 定价的相当一部分决策权掌握在监管者手中, 比如在 2000 年之前, 股票发行市盈率基本上是通过主管部门“审批”确定, 采用“一刀切”的办法。所有新上市公司的发行市盈率一般在 13—18 倍之间, 对企业所属的行业特征、企业素质、盈利水平以及成长前景考虑较少, 结果造成了股票发行市盈率的过分偏低(王晋斌, 1997)。由于股票发行价格等于每股税后利润乘以发行市盈率, 只要企业每股税后利润一定, 其发行价格就存在着一个管制上限, 在管制市盈率和二级市场实际市盈率之间的差, 显然构成了折价的主要原因之一。

二是大部分模型仅仅提供了关于折价的有限解释力。也许正是由于上述状况的存在, 几乎所有关于上市首日收益率的实证研究可以说仅仅解释了截面的差异, 即为什么有的公司首日收益率高, 而有的公司收益率更低一些, 而没有解释为什么相对于其他国家和地区, 中国的首日收益率那么高。后一点无疑是在研究中国首日收益率问题时更为根本的方面。

三是对于样本的差异性考虑不够。差异的根源一方面在于股票发行时间的不同而带来的定价方法的变化。其影响首先表现在证券交易所设立前后, 早期的股票发行处在中国从传统计划经济向市场经济过渡的实验性过程中。在这一时期, 投资者面临着相当大的政治风险, 政府为了鼓励老百姓参与这样的

改革,往往不得不制定比较低的发行价格。等到证券交易所正式设立,直至1992年政治环境渐趋明朗,投资者所面临的风险应该说才更多地转向了公司自身。许多研究仅仅用上市时点相对于发行时点的长短来刻画这种风险的差别显然是不够的。而对于交易所成立之后发行股票的公司来说,在不同的年度或期间也存在着发行价格在具体制定方法上的差别。另一方面是由于交易机制的不同而导致的上市后首日价格的差异。比如深圳交易所从1991年9月开始取消对股票的涨跌限制,而上海交易所从1992年5月21日后才取消对新股的首日涨跌和交易量的限制。

四是缺乏对重要解释变量的控制。由于缺乏比较统一的理论,各项研究在解释变量的选择上显得多而杂,综合来说,包括了规模因素、公司历史、发行价、资本结构、上市前的业绩表现、股权结构、再融资情况、发行前的市场状况、发行方式、上市的交易所、行业、券商和审计师声誉以及企业的生产结构等等。尽管我们并不期望一篇文章对于全部可能的影响因素都进行控制,但其中相对重要的因素显然不应被忽视。比如,王晋斌(1997)在考虑各个因素的影响时,完全没有对其他变量进行控制。Chen, Firth, Kim(1999)则没有考虑上市前市场状况和发行方式的影响。

相对于大部分文献对于IPO市场的关注,阎达五,耿建新,刘文鹏(2001)对于上市公司的再融资行为进行了研究,作者发现,配股价格的制定与股票市价及资金需要量呈现出显著的正相关关系,而与每股净资产基本上无关。不过,与IPO不同,再融资的动机、时机以及手段(配股或增发)的选择也许是比定价更为有趣和值得关注的问题。

2. 资本结构的选择

实证研究对于资本结构的关注,一方面在于检验资本结构的经济影响,另一方面在于对上市公司资本结构的影响因素进行分析。关于前一方面的专门研究相对较少,更多的是与其他研究目的结合进行。陈小悦,李晨(1995)选择30家在上海交易所上市的A股公司,对其股票收益与资本结构之间的关系进行了实证研究,他们发现,样本公司的股票收益与负债/权益比率呈显著负相关关系。李义超,蒋振声(2001)选取1993年之前上市的31家公司为样本,以托宾Q作为反映企业绩效的指标,得出了类似的结论。黄志忠,白云霞(2002)以1995年之前在上海交易所上市的168家公司为样本的分析结果表明,公司举债行为对股东财富的影响随着企业本身的财务状况和经济形势的不同而有所差别。然而作者在文中根据股票风险系数 β 与利润率波动系数成负相关关系的统计结果而做出推断,当利润率增加时,股票的价格将下降,显然是把变量的波动性与变量本身等同起来了。

上述研究的一个共同假定是,资本结构为外生变量。这一点对于新上市的公司似乎如此(不过必须注意的是,上市初期的资本结构很大程度是由我国的发行制度所决定的,而非公司自主选择的结果),但对于上市时间比较长的公司

来说,业绩对于资本结构的影响显然就不可忽视了。首先,业绩比较好的公司往往有更为充足的内部资金来源,不必过分依赖外部的融资。而当需要进行外部融资时,由于监管机构对于上市公司再融资行为的业绩门槛限制,也只有业绩比较好的公司才能在进一步的发展中获得权益融资的机会。而其他业绩达不到规定要求的公司,只能采取债务融资的方式,这就意味着在上市之后,业绩较差的公司负债率将会更高。

相对而言,更多的研究着力于后一侧面的分析。陆正飞,辛宇(1998)以1996年机械设备行业的35家企业为样本的实证分析结果显示,企业的盈利能力与资本结构显著负相关,而企业规模、成长性等因素的影响并不显著。洪锡熙,沈艺峰(2000)以1995—1997年期间在上海证券交易所上市的221家工业类公司为样本的研究结果则表明,除了获利能力之外,企业规模同样对企业资本结构的选择有显著的影响。李善民、苏贇(2000)以1994年之前上市的所有公司为样本,分年度的检验结果表明,在政府干预较少或公司规模、经营状况剧烈变动时期,相关的融资理论可以对公司的负债情况进行较好的解释,在相对稳定时期则反之。吕长江,韩慧博(2001)对1998年之前上市的433家工业类上市公司资本结构的影响因素进行了分析,作者发现,企业的盈利能力、流动比率、固定资产比例与企业的资产负债率显著负相关;而公司规模、成长性则与负债率显著正相关。吕长江,王克敏(2002)以1997—1999年231家上市公司为样本的研究结果表明,我国上市公司的资本结构、股利分配政策及管理股权比例三者之间存在着显著的相互作用关系。基于这种关系,作者发现,公司绩效、公司规模及公司的成长性,对于上市公司的资本结构具有显著正的影响。然而,总的来看,我们在这方面依然缺乏一致性的结论。

3. 资本成本分析

企业权益融资与债务融资的多少,最终将取决于相应资本成本的高低。沈艺峰,田静(1999)以百货公司为样本,对我国上市公司资本成本的分析结果表明,上市公司的权益资本成本明显高于债务的资本成本,并在总体上呈逐年下降趋势。陈晓,单鑫(1999)对于企业资本成本与债务融资之间的关系进行了经验性验证,作者发现,在我国,长期财务杠杆与上市企业的加权平均资本成本、权益资本成本存在显著的负相关关系。而短期财务杠杆则对资本成本没有显著影响,从而表明企业目前依然可以通过增加长期负债降低企业的融资成本,提高企业的市场价值。

在上述研究的分析中,均内在地假定只有一种权益资本成本,然而由于中国流通股与非流通股相分割的股权结构,事实上存在两类资本成本,即非流通股权益资本成本和流通股权益资本成本(这正如债务资本同时存在着长期债务成本与短期债务成本),前者显然远远高于后者。权益资本成本体现了股东对于投资风险的评价,由于非流通股的变现风险远远大于流通股,因此投资者也必然要求更高的回报,体现在股票价格上,就表现为流通股价格远远低于非流

流通股。上述文献中,沈艺峰等(1999)所计算出的成本最多只能是视为加权平均的权益资本成本,根据作者的分析结果,上市公司的权益资本成本明显高于其债务资本成本,这似乎与中国上市公司强烈的股票发行欲望不相吻合,其原因就在于尽管加权平均的权益资本成本高于债务资本成本,但流通股的权益资本实际上要低于债务资本成本,这一点鲜明地体现在我国上市公司的高市盈率上。陈晓等(1999)的研究在计算企业价值时,假定非流通股价格与流通股价值相同,实际上低估了上市公司的权益资本成本。同时作者在寻求资本结构与资本成本的关系时,假定资本结构是一个外生变量。但我们无法否认资本结构很大程度上也是由于资本的相对成本所决定的,企业必然会根据自己所面临的资本成本约束进行结构的选择,这种资本结构的内生性在文章的模型中显然值得进一步的考虑。

(二) 投资策略、治理结构与公司绩效

企业的价值创造从根本上说取决于企业的投资行为,正确的投资可以维护企业的生存,促进企业的长期发展;错误的投资则可能导致企业经营的失败。然而,投资的成功与否除了取决于企业的投资策略与管理者的决策才能外,更与企业治理结构有关。良好的治理机制不仅可以避免破坏性的投资,而且可以促进更有效的投资。但无论如何,分析最终必须落脚到企业的业绩表现上,它既是我们对于企业投资效率与治理结构有效性进行评判的客观基准,也是我们分析企业经营失败与成功原因的起点。

1. 投资策略及其对公司绩效的影响

企业总体上的投资策略体现为一种战略行为,比如经营行业的选择。朱江(1999)利用146家上市公司1997年的分行业资料,对企业经营中的多元化战略与经营绩效之间的关系进行了分析。作者发现,尽管从整体上看,多元化程度和经营业绩之间没有显著的相关关系,但却能够降低经营风险,减少利润水平的大幅波动。陈晓芸,林海颖(2001)针对沪、深两市传统行业上市公司纷纷涉足高科技行业的情况,对上市公司进入高科技行业前后的绩效进行了对比。文章的检验结果表明,上市公司进入高科技行业后整体业绩有一定的提高,但对于通过不同途径进入高科技行业的上市公司来说,业绩变动之间存在显著的差异。

对于企业投资策略的研究更主要地集中在企业具体的兼并、收购、重组以及一般的股权投资行为上,这些活动将对企业未来发展以及经营绩效产生重大的影响。通过研究企业的这些行为,我们不仅可以了解其背后的经济动机,也可以对其真正的经济效果做出评价。在中国的证券市场条件下,并购行为一方面表现为非上市公司对于上市公司控制权的收购;另一方面表现为上市公司对于非上市公司的收购。对于前一类型的研究主要包括并购目标的选择以及收购价格的影响因素分析,对于后一类型的并购以及重组的研究则主要是看相应事件的市场效应(可以视为投资者关于企业未来绩效变化的预期调整)及其对