



资本结构定素： 多层次动态研究

李国重 著



F275.1/31

2007

资本结构定素： 多层次动态研究

李国重 著

图书在版编目 (CIP) 数据

资本结构定素：多层次动态研究/李国重著．

北京：中国人民大学出版社，2007

(财经科学文库)

ISBN 978-7-300-08144-1

I．资…

II．李…

III．资本的有机构成-研究

IV．F032.1

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2007) 第 076188 号

财经科学文库

主编 黄 达

北京市社会科学理论著作出版基金资助

资本结构定素：多层次动态研究

李国重 著

出版发行 中国人民大学出版社

社 址 北京中关村大街 31 号 邮政编码 100080

电 话 010-62511242 (总编室) 010-62511398 (质管部)
010-82501766 (邮购部) 010-62514148 (门市部)
010-62515195 (发行公司) 010-62515275 (盗版举报)

网 址 <http://www.crup.com.cn>
<http://www.ttrnet.com> (人大教研网)

经 销 新华书店

印 刷 北京新丰印刷厂

规 格 155 mm×230 mm 16 开本 版 次 2007 年 6 月第 1 版

印 张 15.75 插页 1 印 次 2007 年 6 月第 1 次印刷

字 数 284 000 定 价 20.00 元

版权所有 侵权必究

印装差错 负责调换



《财经科学文库》出版总序

在过去的一个世纪里，西方发达国家的经济以惊人的速度向前发展，这其中凝聚着几代经济学家的智慧，闪耀着光芒。

经济学理论的渊源可以追溯到 1776 年亚当·斯密的《国富论》，当时的古典经济学家认为市场机制可以自发实现充分就业和经济增长的目标，主张国家应当尽量减少对经济生活的干预。

1929—1933 年全球性的大危机彻底摧毁了古典经济学家“市场万能”的美梦。凯恩斯用“有效需求不足”的理论说明了资本主义国家的经济是不能自发实现平衡的，必须依靠国家的宏观调控才能克服失业与通货膨胀。

20 世纪六七十年代资本主义世界普遍出现的“滞胀”现象打破了凯恩斯理论一统天下的局面，货币主义、理性预期学派、供给学派的兴起与相互

之间的论战客观上促进了理论研究的纵深发展。

在现代经济运行过程中，政府活动范围大大扩展，原有的经济理论在诠释、分析和解决有关的经济现象和问题时越来越显得苍白无力。理论体系孕育着革命的风暴。

理论从来就是为适应社会经济进步的需要而产生的，而最终又要服务于客观实践。近年来，西方经济的持续繁荣与经济理论的迅速发展及更新是密不可分的。于是，越来越多的中国学者，特别是年轻一代，开始探讨西方理论在我国的适用性，希望能够推动我国经济的进一步发展。《财经科学文库》就是这方面的勇敢尝试品。文库试图将西方经济领域的前沿理论与我国的实践相结合，希望对我国学术界的研究方向与经济体制改革有一定的启示。

中国人民大学出版社

序

在现代金融学的大厦中，资本结构是微观金融理论的基石之一；在现实中，资本结构是财务决策和公司治理的核心问题。自 20 世纪中期以来，国外以发达市场经济为对象的企业资本结构理论与实证研究如火如荼，文献浩如烟海，陆续形成了一套理论分析框架与研究范式，期间，出现的争论和取得的共识持续不断。但在中国，对这一问题的关注则始于 20 世纪 90 年代中期以后，近年来虽逐渐成为研究热点，但多为评介性和应用性的，真正有分量的研究成果却不多见。在我国社会主义市场经济的建立与运行中，企业是最基本、最活跃的因素，企业资本结构的决定及其优化不仅在微观经济和金融运作中具有基础性的支配作用，而且对宏观经济和金融运行也会产生重大影响。由于中国的企业成为独立的经济主体和进入市场经济轨道运行的时间不长，企业财务决策和公司治理实践亟待理论的有

效指导。因此，在我国加强和深化对于企业资本结构的研究甚为重要和必要。这可以看成是本书出版的价值和意义所在。

在企业资本结构的理论研究中，最优资本结构问题始终是核心问题，但到目前为止，理论界似乎还没有出现一个公认或统一的最优资本结构决定模型。而在现实经济运行中，几乎所有企业都在决定并追寻着自己的“最优”资本结构。由此引出的问题不仅在于企业是否存在最优资本结构，更重要的是企业资本结构究竟是由哪些因素决定的？现有的研究成果对此尚未得出令人满意的结论，争论和探讨也一直没有穷尽，理论与现实在相当程度上的背离也说明企业资本结构的研究有待进一步发展和完善。那么，以往研究的主要贡献和局限何在？如何才能突破局限推动理论研究的发展？与成熟市场经济体中的企业相比，中国企业资本结构的决定有何异同点？这些问题便成为本书研究的重点。

任何理论研究的进展都是在前人研究基础上的一种进步，正所谓“站在巨人的肩膀上”。因此，对相关研究文献的梳理往往成为研究的起点，而文献整理工作的状况通常决定了研究起点的高低。因为对已有研究成果的掌握和驾驭，不仅可以厘清本研究领域理论发展的脉络，了解各种观点的来龙去脉和前因后果，总结在此问题上的共识和分歧，评价已有研究成果的贡献与缺憾，而且可以从中寻找自己的研究空间，在争论和海涵中寻求突破之处。本书作者在这方面投入了极大的时间和精力，两次远赴欧洲，花费一年多时间广泛搜集、精心整理相关研究文献，通过抽象归纳和总结评价，对现代资本结构理论文献进行了精当的梳理，为读者描述了一个比较全面和清晰的经典理论研究概况，亦为本书垫厚了立论的基础，提升了研究的起点。这可以算是本书的一个优点。

以前人的研究为基础并不意味着拘泥于此，而是在此基础上的推进。特别是当现有理论无法解释或指导现实时，就表明理论应该发展或修正了，经典不能当成教条。尽管理论研究的推进是艰难和困苦的，却是富有挑战和魅力的。至于能否取得进展则依赖于多种因素，其中，正确的理论指导、广阔的研究视野、科学的分析方法、适当的研究路径以及勇于探索与严谨论证相结合是必不可少的。本书作者以辩证唯物主义和历史唯物主义为理论指导，采用发展的、相互联系的观点来分析企业资本结构及其决定因素之间的相互联系和相互作用，

在一个动态的发展变化中形成了二者对立统一的辩证关系。作者基于全球视角,考察了企业资本结构的定素及其动态调整。作者认真运用了文献研究、实证研究和计量研究等社会科学研究的主要方法,通过大量的统计调查研究,了解各国企业资本结构的横截面差异和时间序列差异,掌握企业资本结构的统计分布特征,以此为基础开展深入细致的实证检验,并将经理人员划分成不同的组别,通过模拟股票市值一账面价值比的不同变化观测企业经理人员资本结构决策的变化。在研究路径上,作者首先对现代资本结构理论研究成果进行了细致的梳理,根据各种经典理论提出的企业资本结构微观层面的决定因素,以15个发达国家和5个发展中国家的数据为样本检验企业微观特质对资本结构决策的影响,并对不同经济制度体系下的资本结构及其定素进行广泛的国际比较,证明已有的单层次静态资本结构模型在微观企业层面上具有普遍的适用性,从中抽象企业资本结构决定中的共同因素。针对该模型检验同一因素在不同国家企业资本结构决定中出现相反影响的问题,指出其局限性主要在于仅从微观层面因素进行静态的单向考察。以此作为突破口,作者将产业、制度与宏观变量因素纳入单层次静态资本结构模型并将其发展为多层次静态资本结构模型,力图从微观、中观和宏观等多个层面,全面考察企业资本结构及其定素在某一时点上的相互联系。为了克服仅从静态角度考察企业资本结构的局限性,作者又进一步将多层次静态资本结构模型发展为动态模型,在时间序列与横截面两个维度上考察企业资本结构及其定素的动态调整变化过程,增强了对现实企业资本结构决策的解释力。为了检验这些理论对我国企业资本结构决策的指导能力,作者通过搜集大量数据,按照每种资本结构决定因素对企业资本结构的实际解释力进行排序,提炼了决定我国企业资本结构决策的八个主要因素,揭示了中国上市公司资本结构的决定在微观上与经典理论具有一致性,但存在着明显的产业、制度与宏观变量差异所造成的背离。接着运用作者发展的多层次动态资本结构决定模型对我国企业资本结构决策进行了检验,表明其适用于我国企业资本结构决策的实践,具有理论指导性和现实应用性。因此,正确的理念、国际的视野、科学的方法、严谨的逻辑亦是本书的一个优点。

在理论研究中,大胆创新与小心求证具有同等重要性。本书作者在研究过程中既尊重经典又不囿于经典,在严密的理论分析与大样本

的实证研究中找出现有理论的局限，大胆突破，提出自己的观点推动理论的发展，这一点很多人都做到了。但对自己提出的新观点进行严格的论证却不容易。本书作者在规范的经济学研究范式下，采用了多种分析方法和技术手段，如问卷调查、随机访问、实验法、统计分析、计量分析、横剖与纵贯相结合等研究方法，特别是为搜集实证研究所需大量数据开展了艰苦的工作，搜集整理了21个国家的各种宏观变量、制度因素、行业和企业各种微观特质的变量数据，原始数据量超过5万，然后运用这些数据进行了3 000多次单因素和多因素的回归分析，针对企业资本结构研究所需的平行数据、横截面数据和时间序列数据，分别采用了广义矩估计、最小二乘估计以及工具变量等不同的估计方法进行小心求证。因此，勇于创新、规范研究、资料翔实、数据充足、论证充分也是本书的一个优点。

总之，这本专著有不少可圈可点之处，概括起来比较突出的有三点：一是作者通过对已有企业资本结构理论文献的精当梳理，清晰描述了企业资本结构经典理论的发展脉络，将权衡理论与优序融资理论置于动态模型下考察两种理论流派的相互关系；二是作者突破了原有企业资本结构研究中单层次、单方向、静态模型的局限，提出了一个从微观企业层面、产业特征以及制度和宏观层面对企业资本结构决定因素进行多层次、双向考察的动态模型框架；三是运用经典理论和多层次动态资本结构模型，针对中国上市公司的企业资本结构决策的实践进行了主因素分析、目标动态调整模型以及没有目标的市场择机模型检验，从而为中国企业资本结构决策的实践提供了富有可行性的理论指导。作者取得的这些研究成果不仅丰富和发展了企业资本结构理论，而且对于开放经济体系下运行的各国企业资本结构决策都具有现实指导意义。特别是对于处在转型经济体系下的中国企业，产业、制度和宏观因素在企业财务决策中具有鲜明的导向作用，本书提出的多层次动态资本结构模型具有显著的解释力和指导性。这也是我很乐意向读者推荐本书的原因。

书的出版似乎总要有序言，而作序是一件很困难的事，尤其是一本学术著作的序由一个算不上是本领域研究专家的人来作就更难。本书作者虽然名义上是我的学生，但实际上在这一领域的研究她远比我更精深。当本书出版之际她邀请我来作序时，我就颇感为难，然盛情难却，只好勉为其难。因此，在此特做声明，以上所言实在算不得为

序，只是我作为本书的第一位读者谈几点看法，写出来只是作为读后感与广大读者分享而已。

李 健

2007 年 6 月于北京太月园

前 言

国际上普遍忧虑和关注新兴市场经济国家的公司财务与公司经营行为，这源于人们对亚洲金融危机的反思。中国是一个转型国家，同时也具有一些新兴市场经济国家的发展特点，在国际经济领域的各个层面与新兴市场经济国家展开激烈的竞争。加入 WTO 之后，中国企业还将面临成熟市场经济国家的竞争。内外各种竞争压力迫使企业必须以实际的财务与经营活动为基础，全面提升竞争力。企业的资本结构决策一直是企业财务决策的三大支柱之一，良好的资本结构是企业竞争力的金融保障。

自 MM 定理问世以来，有关资本结构的理论与实证研究成果可谓汗牛充栋。但是，理论之间的纷争以及理论与实践一定程度的背离均表明现存资本结构理论仍未完全揭开企业“资本结构之谜”。本书认为主要原因在于现有的资本结构理论存在三种局限：一是仅着眼于从微观层面考察企业的资本

结构及其决定因素；二是仅从静态角度研究企业资本结构及其决定因素；三是仅考虑微观企业资本结构决定因素对企业资本结构的单向影响而忽视了后者对前者的反作用力。为此，本书力图突破现有资本结构理论模型在这三方面的局限，拓展研究视角，构建新的理论框架，从而深化现有资本结构理论使其与企业资本结构决策的现实更加贴近。本书首先以单层次静态资本结构模型为基础，加入影响企业资本结构决策的行业、制度与宏观变量因素，从而将其扩展为静态多层次资本结构决定模型；继而考虑企业资本结构及其各层次决定因素的变动对资本结构的影响，将多层次静态资本结构模型进一步发展为多层次动态资本结构模型，这是本书的主要贡献。

本书的研究思路与主要的观点主张可以简单表述为：

导论主要是对全书的一个纲领性介绍，从本书的选题立意出发，揭示本书研究的思维原点与研究目的，继而对本书的研究对象进行了明确的概念界定，并以此为基础设计出具体的衡量指标。导论部分的主要内容是对研究框架的描述与研究思路的概括，而具体的研究方法是保证实现本书研究目的的具体措施，所以，在导论中进行了详细的介绍。最后，总结了全书的主要结论。

第1章对现代资本结构的理论成果进行了细致的梳理。目的是根据各种不同的理论主张确定影响企业资本结构的各种决定因素。这些经典理论按照时间线索与理论根基进行了总结和概括：20世纪50年代至20世纪70年代末，主要是以成本—收益理论为基础的权衡理论居主流地位；20世纪70年代末至80年代初，以信息不对称理论为基础的各种资本结构理论非常流行，最后主要归结为以詹森和麦克林为代表的代理成本说、以罗斯与利兰和派尔为代表的信号模型、哈特的财务契约论，以及以梅耶斯和迈基里夫为代表的新优序融资理论；20世纪80年代之后，以公司控制权市场理论为基础的资本结构管理控制模型脱颖而出，企图突破信息不对称理论对资本结构理论发展的约束，使资本结构理论与其他领域理论结合。通过对经典理论的梳理为下文提出影响企业资本结构决策的多层面因素奠定了坚实的理论基础。

第2章主要是对单层次静态资本结构理论进行全面的国际比较。首先根据各种经典理论分别从成本—收益对比视角、信息不对称的代理成本视角以及管理控制视角提出了决定企业资本结构的各种微观层

面因素。继而选取了 15 个发达国家和 5 个发展中国家的数据对处于不同制度体系、不同宏观经济背景下的各国企业资本结构实际决策进行了检验。实证检验的结论表明：各国企业资本结构的微观层面决定因素相同。但是，同一因素对不同国家企业资本结构的影响表现出正反不同的方向。这是由于没有将行业、制度与宏观变量因素对资本结构的影响纳入模型的检验之中，因此，这也成为下一章将要研究的主要内容。

第 3 章主要发展了一个多层次静态资本结构模型，从而将产业、制度与宏观变量对企业资本结构决策的影响纳入分析之中，将原先的单层次静态资本结构模型扩展为一个多层次静态资本结构模型。研究发现产业层面的因素：产业竞争程度、资产的流动性、公司治理机制的状况以及产业内技术的差异对行业内资本结构的离散性具有显著的影响。本书紧接着分析了税收制度、法律制度、金融市场体系、所有权结构与外部并购市场等不同制度特征以及宏观变量对企业资本结构的影响，并运用实证数据细致地检验了所有权结构对企业资本结构选择的影响。最后单独运用宏观经济变量对企业资本结构决策进行考察，发现宏观经济变量对企业资本结构决策的影响非常复杂，而且往往与其他因素结合共同对企业资本结构决策产生影响。但是，本章中的多层次静态资本结构变化没有捕捉到各个层次企业资本结构决定因素的变化对资本结构的影响，也未能体现资本结构对企业资本结构要素的反作用力。因此，需要从动态角度考察企业资本结构。

第 4 章主要从动态角度考察了企业资本结构及其调整。首先是单层次的企业目标资本结构调整模型检验，其次是包含制度、信息不对称因素的多层次动态目标资本结构调整模型检验。但这两类动态资本结构模型中都以存在最优目标资本结构为假设前提，所以，本章的最后一节引入了一个没有目标资本结构的随机动态资本结构调整模型，在该模型中企业根据市场机会决定资本结构的选择。从而，在本章完成了单层次静态资本结构模型的全面扩展，将其发展成为一个多层次的动态资本结构模型，增强了现有资本结构理论对企业资本结构实际决策的解释力。但是，各种资本结构理论主要针对成熟的市场经济国家提出，因此，我们迫切需要检验这些理论对中国企业资本结构决策的指导能力。

第 5 章主要是运用前几章提出的各种资本结构模型对中国上市公

司资本结构决策的实践进行全方位的研究。首先运用中国上市公司的数据检验了多层次静态资本结构模型，按照每种资本结构决定因素对企业资本结构的实际解释力进行排序，提炼了决定我国企业资本结构决策的八个主要因素。这些因素中最重要的是代表制度特征的股票市场因素。然后运用本书发展的多层次动态目标资本结构调整模型对我国企业资本结构决策进行了检验，结果表明，其适用于我国企业资本结构的实践。另外针对中国上市公司数据进行的市场择机理论检验表明：中国上市公司在没有目标的动态资本结构调整上与发达国家有显著差异。中国上市公司的资本结构决策是一种短期行为，仅与上一期的市值一账面价值比相关，资本结构决策的累积效应并不显著。

本书研究的主要突破点在于：一是提出了一个从微观企业层面、产业特征以及制度和宏观层面多层次动态考察企业资本结构的模型框架；二是将权衡理论与优序融资理论置于动态模型下重新审视，发现目标资本结构的动态调整模型支持权衡理论的主张，而没有目标的动态资本结构调整模型支持优序融资理论，因此资本结构的动态模型表现为两种情形；三是针对中国上市公司的企业资本结构实践进行了主因素分析、目标动态调整模型和没有目标的市场择机模型检验，从而为中国企业资本结构决策提供了理论指导和现实参照。

本书进一步的研究方向主要表现在以下方面：一是宏观经济变量对资本结构决策的影响非常复杂，如何有效地直接量化其对资本结构的影响是一个值得探索的问题；二是针对我国大量非上市公司的资本结构研究有待进一步深入。

Abstracts

Worry on corporate financing and operating behavior in the emerging economy is very popular, which is originated from the re-consideration of the financial crisis in the East Asia. China is a transition country, with the similar characteristics as emerging economy. At the same time, China fiercely competes with the emerging market countries in all the aspects of international Economy. So, faced with competition from outsides and insides, it is imperative for Chinese corporate to improve their competition on the basis of practical financial and operating measures. The decision on corporate capital structure is a main form of three pillars in corporate finance fields. Sound capital structure is the financial safeguard to keep and increase the Chinese corporate competition.

After the birth of MM theorem, theories on capital structure emerged and got plentiful results, while the dispute between different theories and the condition between theory and practice still exist, which means academic research still did not disclose the puzzle on "structure puzzle". The main reason for this problem are: the classical theories mainly focus on the microeconomic aspects from static state without consideration of the role of capital structure on the determinants of capital structure. This paper tries to break through the limits of classical theories and construct a new framework of capital structure theory in order to make the capital structure be close to the truth of the practice of corporate capital structure choice. On the basis of static single-level capital structure model, we develop a static multi-level capital structure model by including institutional and macroeconomic variables. After that, we consider the change of capital structure and their determinations on the decision of corporate capital structure with the objective of developing a dynamic multi-level capital structure model, which is the key contribution of this paper.

The research route and main ideas of this paper are organized as followings:

In introduction chapter, the outline of this paper is shown.

Firstly, this paper explain the reason why the topic of this paper is worth studying. At the same time, the objectives of this paper and beginning point of the study of this paper are shown. The definition of the capital structure and the design of this variable serve for the following research of this paper. The main contents of this paper are the research framework and the train of thought for this paper. Reasonable and Scientific methods of research guarantee the realization of the research objective of this research paper. In the end of this part, the main conclusion of this paper is summarized.

In the first chapter, the paper make a deeper analysis of the modern capital structure theories following the history development of theories and the theory basis of the capital structure theory. During the 1950's and 1970's, the static tradeoff theory is the main stream of capital structure theories; during the 1970's and 1980's, capital structure theories on the basis of asymmetric theory are very popular, which are characterized as free cash flow theory, signaling model theories, financial contracts theory and pecking order theory; after the 1980's, capital structure theory on the basis of control and management theory become emerged and become very popular in order to break through the limit of asymmetric theories, which makes the capital structure theory connect with theories in other research fields. We provide sound basis for the following research of this paper by summarizing and analyzing classical capital structure theories.

In the second chapter, we focus on the international comparison of capital structure decisions on the basis of static single-level capital structure model. The corporate characteristic on microeconomic aspects are proposed on the classical theories, which divided the determinants of capital structure in micro aspects into three groups, in accordance with the trade-off theory, asymmetric information theory system and management and control theory. We make an empirical test of static single-level capital structure model for the comparison of 15 developed countries and 5 developing countries, which are in different institution system and macro circumstances, by search a lot of

data about the determinants of capital structure and capital structure. The empirical test result shows that the determinants of the capital structure on the micro aspects are almost same among different countries. The question is that the same micro-aspect characteristics have different effects in different countries, because industry, institutional and macroeconomic variable are ignored in static single-level capital structure model, which indicate the future research direction of this paper.

In chapter 3, we develop a static multi-level capital structure model with the realization of including the industry and institutional and macroeconomic variable in the model for analysis. We find that the industry character has obvious effects on disperse of capital structure. They are the content of industry competition, the liquidity of asset in the industry, the condition of corporate control and the technology difference in the same industry. Then, the tax system, law, financial market system, ownership structure and outer M&A markets and macro economic variables are included in the analysis of capital structure. Data from Australia companies provide support for the empirical analysis of ownership structure on the capital structure as a good example. Effect of macro economic variables on capital structure is very complicated. The problem of the static multi-level capital structure model is that it does not consider the influence of the change of capital structure and the determinants of capital structure. At the same time, this model does not reflect the influence of capital structure on the determinants of capital structure. In the following part of this paper, we will study the corporate capital structure from the dynamic aspects.

In chapter 4, we study the corporate capital structure and its adjustments from the dynamic aspects. Firstly, we developed a single-level dynamic model to test the targeting model of capital structure, which only includes the determinants of capital structure on micro aspects. Then we test the dynamic multi-level capital structure model by including the institutional and macroeconomic. Both of the above