

现代财务与会计热点问题研究

资本市场研究



张跃进 金喜成 刘春和 刘英男 等著



東北大學出版社
Northeastern University Press

F830.9/186

2006

现代财务与会计热点问题研究

资本市场研究

张跃进 金喜成 刘春和 刘英男 等著

东北大学出版社

• 沈 阳 •

© 张跃进 等 2006

图书在版编目 (CIP) 数据

资本市场研究 / 张跃进等著. — 沈阳: 东北大学出版社,
2006.12

(现代财务与会计热点问题研究)

ISBN 7-81102-340-7

I. 资… II. 张… III. 资本市场—研究 IV. F830.9

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2006) 第 148977 号

出 版 者: 东北大学出版社

地址: 沈阳市和平区文化路 3 号巷 11 号

邮编: 110004

电话: 024—83687331 (市场部) 83680267 (社务室)

传真: 024—83680180 (市场部) 83680265 (社务室)

E-mail: neuph @ neupress.com

http: // www. neupress. com

印 刷 者: 沈阳市第六印刷厂

发 行 者: 新华书店总店北京发行所

幅面尺寸: 140mm × 203mm

字 数: 279 千字

印 张: 10

出版时间: 2006 年 12 月第 1 版

印刷时间: 2006 年 12 月第 1 次印刷

责任编辑: 潘佳宁 刘宗玉

责任校对: 陈 原

封面设计: 唐敏智

责任出版: 秦 力

定 价: 40.00 元

前 言

随着我国社会主义市场经济的迅速发展，资本市场作用越来越明显，会计信息对配置社会经济资源的重要性、会计政策选择及变更所产生的经济后果，会计准则效果及企业内部会计控制等问题从未像今天这样受到重视，其重要地位从未如此之高。正因为如此，会计信息的任何偏差都会给资本市场及我国市场经济带来重大影响。几年来，我们对资本市场、会计信息披露及监管、会计政策及变更、会计准则及其企业内部会计控制等方面进行了研究，积累了一些阶段性成果，现结集成书与本领域的同仁商榷。

本套丛书包括《资本市场研究》《会计准则与内部控制设计研究》《会计信息披露及监管问题研究》《会计政策选择与会计政策变更研究》4部著作。《资本市场研究》侧重研究上市公司股权融资偏好、上市公司关联方资产重组绩效、IPO上市公司盈利预测误差以及上市公司盈利预测中盈余管理行为。《会计准则与内部控制设计研究》侧重研究中期财务报告准则价值相关性和有用性、季度财务报告盈利预测有用性、会计准则国际协调程度评价以及企业内部控制制

度设计。《会计信息披露及监管问题研究》侧重研究证券市场信息披露的理论、证券市场信息披露实证研究以及会计监管及监管政策。《会计政策选择与会计政策变更研究》侧重研究会计政策选择动机，自愿性会计政策变更实证研究，资产减值准备的会计政策变更，企业可持续发展与会计政策相关性及会计盈余持续性。

财务与会计问题研究是如此一个浩大的系统工程，我们的研究只能涉及其中的一个方面，即使是针对某一具体领域的研究也不可避免地存在局限和疏漏，恳请各位读者予以批评和指正。

作 者

2006 年 9 月

目 录

第一篇 上市公司股权融资偏好研究

第 1 章 股权融资偏好相关文献回顾·····	3
1.1 国外研究现状及其评述·····	3
1.2 国内研究现状及其评述·····	6
1.3 本篇研究思路及研究方法·····	8
第 2 章 公司融资偏好理论与实践·····	12
2.1 西方融资偏好理论的发展·····	13
2.2 西方主要国家的融资实践·····	16
2.3 我国上市公司的融资特点及其表现·····	17
第 3 章 外部因素对股权融资偏好的影响·····	22
3.1 制度与政策对股权融资偏好的影响·····	23
3.2 股权融资场所——股票市场的不完善对融资选择的 影响·····	24
3.3 我国债券市场不发达对股权融资偏好的影响·····	26
3.4 不成熟的投资主体对股权融资偏好的影响·····	28
第 4 章 我国上市公司股权融资偏好的内在动因分析·····	31
4.1 经营业绩低下, 内源融资受限制·····	31
4.2 公司治理结构的缺陷引发并加剧了股权融资偏好·····	32
4.3 我国公司治理结构与融资偏好的实证分析·····	37

4.4 股权融资偏好影响因素的实证分析·····	49
第5章 我国上市公司股权融资的效果分析 ·····	59
5.1 股权融资偏好造成资金使用效率低下·····	60
5.2 股权融资偏好不利于社会资源的配置·····	68
5.3 股权融资偏好对融资公司的经营业绩及财务状况 的影响·····	70
5.4 股权融资偏好对投资者的利益和投资积极性的影响·····	78
5.5 股权融资带来的积极作用·····	78
第6章 促进我国上市公司融资行为合理化的建议 ·····	80
6.1 解决股票市场的制度性缺陷是调整上市公司融资 偏好的前提·····	81
6.2 积极开拓多渠道的融资空间·····	82
6.3 培育健康的股权融资场所, 规范上市公司融资行为·····	85
6.4 规范股权融资参与者的行为·····	87
第7章 本篇结论 ·····	90

第二篇 上市公司关联方资产重组类型的绩效研究

第8章 资产重组绩效评价方法的相关文献回顾 ·····	95
8.1 国内外研究现状·····	95
8.2 本篇的研究框架和研究方法 ·····	102
第9章 关联方资产重组的含义及具体类型 ·····	105
9.1 关联方资产重组的含义 ·····	105
9.2 我国上市公司关联方资产重组类型 ·····	109

9.3 关联方资产重组发生类型的统计分析	115
第 10 章 我国上市公司关联方资产重组发展趋势	129
10.1 证券市场环境变化及对关联方资产重组的影响	120
10.2 我国上市公司关联方资产重组的现状	124
第 11 章 上市公司关联方资产重组绩效实证研究	128
11.1 研究方案设计	128
11.2 财务分析样本及指标的选取	130
11.3 关联方资产重组财务效应分析模型的构建	131
11.4 财务效应的实证研究	135
11.5 本章小结	143
第 12 章 本篇结论及建议	145
12.1 本篇结论	145
12.2 启示和建议	146
 第三篇 IPO 公司盈利预测偏差及深层次研究	
第 13 章 盈利预测相关文献回顾	149
13.1 盈利预测的含义	149
13.2 盈利预测文献回顾	150
13.3 本篇框架、思路及研究方法	153
第 14 章 盈利预测相关理论	157
14.1 盈利预测相关理论	157
14.2 制度变迁理论综述	160

第 15 章 我国盈利预测制度的变迁	168
15.1 我国盈利预测有关法律法规的基本认识	168
15.2 盈利预测制度变迁框架结构	172
15.3 盈利预测制度变迁特点的几点启示	174
第 16 章 盈利预测的实证研究	178
16.1 计量分析指标	178
16.2 研究方法设计	180
16.3 基础性实证研究	186
16.4 深层次实证研究	190
16.5 探索性实证研究	203
第 17 章 提高盈利预测信息的可靠性提议	220

第四篇 上市公司盈利预测中的盈余管理行为研究

第 18 章 盈余管理的相关文献回顾	225
18.1 盈余管理的基本理论	225
18.2 盈余管理的动机	227
18.3 盈余管理的手段	232
18.4 盈余管理的量度	233
18.5 本篇的研究内容、研究框架及研究方法	234
第 19 章 基于博弈论的盈利预测中的盈余管理行为分析	238
19.1 盈利预测有用性及披露要求	238
19.2 盈余管理的理论基础	243
19.3 盈利预测中的盈余管理行为的博弈分析	255

第 20 章 为迎合盈利预测而进行盈余管理行为的实证分析 ...	261
20.1 盈利预测误差的描述性分析	262
20.2 盈利预测中盈余管理行为的实证分析	265
20.3 本章小结	269
第 21 章 不同制度背景对盈利预测中盈余管理影响 程度的实证分析	270
21.1 盈利预测信息披露的制度背景分析	270
21.2 不同披露制度对盈余管理行为的影响	274
21.3 本章小结	277
第 22 章 本篇结论	278
附 录	281
参考文献	293
后 记	308

上市公司股权 融资偏好研究

第一篇

第 1 章

股权融资偏好 相关文献回顾

1.1 国外研究现状及其评述

一、关于融资偏好理论的研究

对于融资问题的研究，最早起源于西方。股权融资偏好问题的实质是公司资本结构。在西方，资本结构是“以债务、优先股和普通股权益为代表的企业的永久性、长期性融资方式组合或比例，通常用股东权益资本与债务资本的比例关系来描述资本结构”。

西方资本结构理论的研究大致可分为三个阶段，第一阶段是早

期的资本结构理论时期，这一时期的资本结构理论还未形成体系，其代表人物有威廉斯、多德、格雷汉姆、高顿、韦斯腾和杜兰特等。杜兰特（Durand）在前人及自己研究的基础上，将这一时期的资本结构理论概括并区分为三种：净收入理论、净营业收入理论和传统理论。第二阶段是传统的资本结构理论时期，1958年6月，美国经济学家莫迪利亚尼（Modigliani）和米勒（Miller）在《美国经济评论》上发表了《资本成本、企业财务和投资理论》的长篇论文，提出MM定理，即资本结构无关论。这一理论奠定了现代企业资本结构理论的基础，对资本结构理论做出了开拓性的贡献。此后，以莫迪利亚尼和米勒的MM定理为中心，该理论发展为两个主要的分支：一支研究税收差异对资本结构的影响，另一支研究破产成本与资本结构的关系问题。以后，这两支又归结到权衡理论。第三阶段是20世纪70年代后兴起的现代资本结构理论，它主要从企业“内部因素”来展开对资本结构问题的分析，主要包括代理成本理论、信号传递理论、激励理论、融资优序理论和控制权理论等。

优序融资理论第一次正面地回答了企业的融资偏好问题，是融资偏好问题的理论基础。

（1）新优序融资理论的雏形——啄食顺序理论。20世纪60年代初，哈佛大学的唐纳森（Donaldson）对企业实际如何建立其资本结构的问题进行了广泛的调查，在对这些调查结果进行理论提炼的基础上，形成了啄食顺序理论（Pecking-Order）。其基本原理是：①企业实行固定的股利政策；②企业偏向于使用内部的资金来源；③企业厌恶发行新股。当企业需要资金进行资本性支出时，首先是使用内部留存收益，其次是向外部负债筹资，最后才是发行股票。

（2）信息不对称理论对优序融资的解释。罗斯首先把信息不对称理论引入资本结构中，得出了“罗斯模型”。他运用信息不对称理论对优序融资进行了解释。罗斯认为，发展前景越是看好的企业，债务融资水平越高，企业的经营者可以通过改变企业融资结构

中的负债融资比例,来向市场发布有关企业方面的投融资信息。但信号理论存在着一个重要的缺陷,就是没有解释为什么企业只选择债务来传递信号而不是选择其他财务工具来传递信号。如新股的发行也是一种信号,甚至可转换债券也可以作为传递信号的财务工具。而梅耶斯的新优序融资理论在这点上比信号理论有了更进一步的研究。

(3) 新优序融资理论。随着对不对称信息理解的深入,人们发现不对称信息所导致的投资反向选择行为将通过限制外部融资的方式来影响企业的资本结构。对此,梅耶斯和迈基里夫在1984年共同建立了梅耶斯-迈基里夫模型,提出了新优序融资理论。新优序融资理论的两个中心思想是:偏好内部融资;如果需要外部融资,则偏好债务融资。因此,企业融资的顺序首先是内部融资,其次是债权融资,最后才是股权融资。企业必须选择多种融资方式,并且最好遵循融资顺序这一结构安排。

新优序融资理论提出后,众多学者又分别从代理成本、财务契约和控制权配置等方面为企业融资顺序安排提供了各种不同的理论解释。可以说包括MM理论、权衡理论、信号理论、代理成本理论和控制权理论等都可被视为是企业融资偏好研究的理论基础,只是各种理论对企业融资偏好研究的角度与出发点各有不同。

(4) 综合与启示。MM理论是西方资本结构的经典理论,它揭示了融资方式构成的意义及资本结构中负债的价值,但这一理论的高度抽象性和苛刻的假设条件使其失去了应用价值。而后续学者对其理论的发展则有用得多,特别是啄食顺序理论、信息不对称理论和新优序融资理论等,使之更接近实际情况,这对企业融资方式的选择具有一定的参考价值。例如,企业最佳融资结构应该是在负债增加所带来的税盾效应与相应的破产成本和代理成本之间作权衡。由于债务和股票对管理者提供了不同的激励,应当鼓励企业适度举债,以迫使管理者努力工作,避免破产。债权融资是一个积极的市场信号,股权融资则反之,所以在市场经济条件下,企业应遵

从“内部融资——发行债券或借款——发行股票”的融资顺序。这些重要理论不仅对西方国家企业融资决策有价值，对我国上市公司进行融资决策也有着重要的借鉴意义。

二、关于融资偏好的实证研究

国外学者对优序融资理论进行实证研究，得出了不同的结果，因此没有统一的结论。支持优序融资理论的学者有 Sheridan Titman, Roberto Wessels, Jonathan Baskin, Lakshmi Shyam-Sunder 和 Stewart C. Myers。不支持优序融资理论的学者有 B. Espen Eckbo, Jean Helwege 和 Nellie Liang。从他们的研究结果可以看出，在采用大公司作样本时，优序融资理论具备较强的解释能力。反过来也说明国外大公司的融资基本遵循先内部融资，后外部融资，先债券、再贷款、后股权的优序融资原则。由于大公司在国民经济中占有重要位置，因此优序融资理论在国外具有相当的市场。

1.2 国内研究现状及其评述

一、对我国上市公司融资状况的研究

国内学者张人骥、施东辉、阎达五、黄少安和张岗、方晓霞、刘星等人对我国上市公司融资状况进行的研究表明：我国上市公司与欧美、日本等资本市场发达的上市公司相比，资产负债率明显偏低，我国上市公司的融资具有明显的股权融资偏好，其融资顺序表现为股权融资、短期债务融资、长期债务融资和内源融资。上市公司在进行长期融资决策时普遍存在“轻债务重股权”的股权融资偏好。这种融资顺序安排显然不符合西方的优序融资理论。

二、对上市公司股权融资偏好原因的研究

(1) 从融资成本的角度进行实证研究。我国上市公司融资成本研究主要集中在融资成本计量、股权融资成本与债权融资成本比较上。由于选择了不同的样本公司、不同的取样时间、不同的计量模型及不同的变量界定,我国学者对融资成本有两种相反的结论:李向阳、袁国良、陈晓和单鑫,黄少安和张岗等人认为,我国上市公司股权融资成本低于债权融资成本是造成企业融资偏好的主要原因;而沈艺峰和田静、王宁等学者则认为,我国上市公司股权融资成本远远高于债权融资成本。

(2) 其他因素对股权融资偏好影响的研究。赵守国、王炎炎(1999)从配股参与者的角度分析了上市公司偏好配股融资的根本原因。高晓红(2000)从产权低效和市场低效两方面对股权融资偏好原因进行深层次解析。黄少安和张岗(2001)在分析股权融资偏好成因时指出:现有的制度状况使上市公司可以大量地、低成本地套取股东的钱(无须支付红利),却不必高效地使用这些钱,不受股东(无论是国有股东还是公众股东)的约束,不受资本市场的约束,这必然导致股权融资的强烈偏好。马亚军(2004)分析认为,上市公司股权融资偏好产生的基本原因是管理者的内部融资偏好。张铮铮(2004)对股权集中度与股权融资偏好的关系进行了研究。曹晓彦(2004)从上市公司股利政策出发分析上市公司股权融资偏好及产生的原因,并提出相应的对策。李雯(2004)认为,我国上市公司普遍偏好股权融资,主要是受到股权结构不同的影响。黄嘉妮和蔡晓新(2004)把我国上市公司偏好股权融资的原因归结为富有“中国特色”的股权结构、缺乏完善的公司治理结构和市场运作规范。

目前,国内关于我国上市公司融资问题的研究主要在以下两方面达成共识,即中国上市公司存在明显的股权融资偏好和股权融资