

世纪财经

公司 资本结构 研究

中国上市公司实证分析

严小明 / 著

上海人民出版社

严小明/著

公司 资本结构 研究

中国上市公司
实证分析

图书在版编目 (CIP) 数据

公司资本结构研究:中国上市公司实证分析/严小明
著.—上海:上海人民出版社,2007
(世纪财经)
ISBN 978-7-208-07231-2

I. 公... II. 严... III. 上市公司—资本的有机构成—研究—中国 IV. F279.246

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2007)第 104426 号

责任编辑 张 晗

封面装帧 胡 翔

· 世纪财经 ·

公司资本结构研究

——中国上市公司实证分析

严小明 著

世纪出版集团

上海人民出版社出版

(200001 上海福建中路 193 号 www.ewen.cc)

世纪出版集团发行中心发行

上海商务联西印刷有限公司印刷

开本 720×1000 1/16 印张 12.75 插页 3 字数 209,000

2007 年 8 月第 1 版 2007 年 8 月第 1 次印刷

印数 1-3,250

ISBN 978-7-208-07231-2/F·1624

定价 23.00 元

作者简介

严小明，男，1967年8月出生，浙江江山人。1997年7月获华东师范大学数学专业理学硕士学位。2005年6月获上海交通大学管理学博士学位。现为华东政法大学副教授。曾参与多项国家自然科学基金以及上海市教委课题，参与编著《财务管理》教材，在《预测》等管理类权威期刊发表论文十余篇。

序 言

公司资本结构问题之所以受到国内外理论界以及实际工作者的广泛重视,是由于公司资本结构的合理选择,有利于公司作出正确的举债经营决策,有利于上市公司提高经营效率,对完善公司法人治理结构以及完善资本市场融资秩序都具有深远意义;同时,不仅对公司经营者懂得如何有效防范公司破产、对政府管理层控制上市公司质量以及控制整个资本市场的风险都具有重要意义,而且对保护股东、债权人的利益和公司员工的社会福利,进而对整个社会的稳定都具有重要现实意义。

然而由于公司资本结构概念引入国内的时间不长,尽管有关部门极力推动,国内许多对公司资本结构的研究仍然显得比较肤浅。有些研究仅仅引进国外概念和结论,很少结合中国的实际进行深入思考;有些研究仅仅作一些理论上的泛泛探讨,无法得出比较有说服力的结论。而本书作者则努力尝试在上述两个方面有所突破。

首先,作者对西方发达国家公司资本结构理论研究的重要成果有比较全面的把握,而且对国内外公司资本结构选择机理研究的最新动态也了如指掌,这从作者的文献综述中可见一斑。这就使得作者的资本结构研究有了一个较高的起点。其次,作者从我国实际情况出发,将西方发达国家资本结构理论与我国上市公司这一研究立足点紧密结合起来进行研究,因而得出的结论也比较具有现实意义,尤其是对于股权分置改革之前我国上市公司强烈股权融资偏好、过度投资以及信息披露监管等方面的理论解释,均具有较强的理论意义和现实意义。再次,由于作者具有比较深厚的数学功底,对有关资本结构选择问题通过数学模型构建及其解析性分析,深入掌握有关变量之间内在规律性联系,在此基础上进行理论分析与概括,体现出了定量分析和定性分析的完美统一,得出的研究成果具有严密的逻辑性和强大的说服力。最后,作者比较注重运用实证分析的方法来研究国内的实际问题,比

较重视利用我国上市公司的实际数据进行许多实证分析,得出较多具有一定参考价值的结论,显示了作者在公司资本结构研究方面的科学性和前沿性。同时,作者从我国上市公司实际出发,列举了许多有意义的案例,对于读者进一步理解公司资本结构问题起到了积极作用。因此,《公司资本结构研究——中国上市公司实证分析》是一本在公司财务管理学科的前沿进行比较有创造性的开拓,并且取得一定成果的学术专著。

当然,尽管作者在该研究领域里取得了一些进展,但仍然存在许多需要进一步深化研究的地方,作者若干观点仍然属于一家之言,难免引发争论。如果通过争论,能够使有关研究理论有所推进,应该说是一件大好事,这也正是我们大家所期望的。同时,希望作者能够博采众长、继续努力,在以后的学术生涯中取得新的研究成果。

闻上海人民出版社即将出版本书,欣然提笔,为之作序。

宣文俊

2007年3月于华政园

导 论

一、公司资本结构概念界定

公司资本结构是现代企业融资决策理论中的重要概念。在财务理论中,资本结构有广义与狭义之分。

广义的资本结构是指所有资本的构成及比例关系,它不仅包括长期资本和短期资本(如短期债务)的构成比例关系,而且也包括债务结构(债务结构通常指长期债务中银行贷款与公司债券的比例关系)和权益结构(权益结构是指权益资本中优先股、普通股和留存收益的比例关系)。例如特里·蒙尼斯(Terry. S. Maness, 1998)把资本结构定义为公司运用负债、优先股、普通股等融资方式的组合比例关系;张昌彩(1998)认为资本结构是公司融通各种资本的构成和比例关系;张维迎教授(1995)则把资本结构定义为公司各项资金来源的组合状况;等等。

而狭义的资本结构一般来说是指公司长期资本中债务资本与权益资本的构成及其比例关系,也通常指公司总债务资本与所有者权益资本的比例关系或公司总债务资本与总资产的比例关系。中外公司资本结构研究文献中大多数将狭义资本结构作为研究对象,分析其最优状态以及与投融资决策、股利政策、公司治理效率之间的关系等等。本书也以狭义资本结构作为研究对象。

二、公司资本结构选择问题研究背景

(一) 公司资本结构选择问题研究的理论背景

公司资本结构理论力图解释公司选择哪种融资方式、哪种资金组合是最优的。

莫迪利亚尼和米勒(Modigliani & Miller)于1958年提出了在完善的资本市场中,公司资本结构与公司市场价值不相关的MM定理。MM定理虽然在逻辑推理上得到了充分肯定,但是公司资本结构和公司价值无关的结论在现实中却面临挑战。

之后他们对自己的MM理论进行了修正,把公司所得税因素考虑到资本结构研究之中。在公司所得税的影响下,他们的结论是:负债会减少公司所得税支出而增加公司市场价值,当公司负债率达到100%时,公司价值就会达到最大,因此,公司的最佳资本结构应为100%的债务。

然而,这一明显违背现实的结论促使学者们更加严谨地思考公司资本结构选择问题。许多金融学家发现,一方面,由于借款利息税前列支,公司市场价值在低负债情况下会随着负债率上升而上升;另一方面,公司破产风险也会随着负债率的上升而增加。在两者共同影响下,公司市场价值会随着负债率上升而先上升后下降,所以公司存在一个最优资本结构,使得公司价值达到最大。这就是资本结构的权衡理论。但是如何确定公司破产成本非常困难,甚至还有部分学者经过计算得出,破产成本与公司价值之比非常小,甚至可以忽略,可结果还是难以驳倒“资本结构无关论”。

20世纪70年代,随着不对称信息在经济学中的应用,公司资本结构理论研究不再简单地沿袭原有资本结构理论的套路,即仅仅注重税收、破产等“外部因素”对公司最优资本结构的影响,而是力图通过信息不对称理论中的“信号”、“契约”、“动机”和“激励”等概念,从公司“内部因素”方面来展开对资本结构选择问题的研究。这样一来,新资本结构理论就成功突破原有资本结构理论的权衡难题,成功地将资本结构选择问题转化为公司结构或制度设计问题。

首先,罗斯(Ross)提出了资本结构信号传递理论:投资者把公司管理者给出的资本结构信息作为评价公司市场价值的一种信号工具,投资者认为资产负债率的提高是一个积极信号,它表明管理者对公司未来发展有足够的信心,只有高质量、有发展前景的公司才有能力还本付息,因此公司市场价值也随之提高,而低质量公司经营者不会仿效高质量公司进行过多债务融资。

其次,迈尔斯和麦吉卢夫(Myers & Majluf)提出了融资优序理论:公司在进行项目融资时,会严格依照信息成本由低到高的顺序进行,其融资偏好的顺序为:内部留存收益→外部负债→股票融资。之后,一些金融学家用不同的方法进行研究也得到类似的结论。根据融资优序理论,公司没有最佳的资本结构,因为同属权

益资本的内部留存收益和发行新股,融资顺序截然不同,前者是第一选择,而后者是最后的选择。但是,也有一些学者指出不存在融资优序理论。

20 世纪 80 年代,公司收购活动愈演愈烈,与之相适应,公司资本结构的控制权转移理论也得到空前发展。斯塔尔兹(Stulz)的公司控制权转移的资本结构理论指出:公司兼并的可能性与目标公司的负债比例呈负相关关系,尤其是敌意兼并的目标公司的负债比例远比非敌意兼并目标公司的负债比例高。随着公司负债比例增加,由于负债激励作用,公司市场价值在增大;但负债比例过高,公司被兼并的可能性减少,公司经理人就会偷懒、无危机感、不努力工作以致公司活力在萎缩,公司市场价值在减少。所以,公司负债比例不宜过分小,也不宜过大。

另外,哈里斯和雷维(Harris & Raviv)的公司控制权转移的资本结构理论指出:当公司总资产规模恒定时,随着公司负债比例增加,股权比例下降,经理持股比例就相应地增大,经理控制公司的可能性也增大,此时由于负债激励作用和股东代理成本减少,公司市场价值也在增大。但是随着公司负债比例过度增加,经理持股比例过大,经理人牢牢地控制公司所有权,更有能力的潜在竞争者争夺公司控制权成功的机会变小,公司经理意识到这一点,就会偷懒、无危机感、不努力工作,公司市场价值就会减少。因此,公司经理的股份不宜过分小,也不宜过大。

虽然近半个世纪以来,许多金融学者对公司资本结构选择问题进行过各种各样的研究,也得到了许多丰富多彩的结论,但正如迈尔斯在 2001 年说过:“在莫迪利亚尼和米勒的研究已经过去 40 年之后,我们对公司融资选择的理解还很有限。我们了解更多的是融资战术,比如某种具体证券发行的税效设计或发行时机等,而对公司融资战略,例如公司目标资本结构等了解很少。”迈尔斯还进一步指出,现有的资本结构理论不能普遍适用于各类公司的投融资战略,而只能在一定条件下解释公司的融资状况。

一直以来,对公司资本结构选择问题的研究和经验研究绝大多数都集中在美国等西方发达国家的公司身上,而对于发展中国家公司资本结构选择问题的研究历史并不悠久,我国上市公司的资本结构选择问题研究也是如此。例如我国上市公司融资决策为何与西方融资优序理论完全背离,经理人最偏爱的是内部融资——少发或不发股利,其次是发行股票融资,最后才考虑负债融资;又如在银行贷款利率逐年下降的情况下,我国上市公司平均负债率为何也呈逐年下降态势;等等。因此,只有通过结合我国社会主义市场经济的特色,对公司资本结构和融资方

式选择进行理论研究和实证分析,才能更加科学地解释我国上市公司资本结构选择的许多问题,提出更多的合理化建议,这正是本书选题及其研究的意义所在。

(二) 公司资本结构选择问题研究的现实背景

1. 只有优化公司资本结构,才能发挥财务杠杆的正效应

公司资本结构的财务杠杆正效应,是指公司通过合理选择资本结构中的负债比例而提高权益资本的利润率。公司资本结构的财务杠杆可以用下面公式加以度量描述:

$$\text{公司净资产收益率} = [\text{总资产息税前利润率} + (\text{总资产息税前利润率} - \text{负债利息率}) \times \text{负债} / \text{权益资本}] \times (1 - \text{企业所得税率})$$

由上述公式可以看出:当公司的总资产息税前利润率大于负债利息率时,公司应该多负债,通过提高负债权益比来提高净资产收益率,这就是公司资本结构财务杠杆的正效应;当公司的总资产息税前利润率小于负债利息率时,公司应该减少负债甚至不举债,如果公司不降低负债规模,就会降低公司的净资产收益率,侵蚀股东权益,长久下去企业会由于负债率过高或不良资产的大量存在导致资不抵债,可能导致公司处于破产境地,这就是公司资本结构财务杠杆的负效应;当公司的总资产息税前利润率等于负债利息率时,此时负债对于公司来说毫无意义,根本起不到节税作用,由于借入资金的无效率,企业若不及时扭转这种局面,久而久之财务杠杆也会产生负效应。总之,公司资本结构必须权衡总资产息税前利润率和贷款利息率的大小而作出相应调整,才能有效发挥财务杠杆的正效应。

但是非常遗憾,我国许多公司负债率并没有随着贷款利息率的变化而作出相应调整,也没有随着总资产息税前利润率的变化而作出相应的变化,因此公司财务杠杆正效应并没有得到正常的发挥。这主要表现在以下三个方面:一是我国大多数国有企业盈利能力不强,即总资产息税前利润率明显低于银行贷款的利息率,但资产负债率却过高的不合理现象,致使企业资金周转困难,同时企业再融资处于尴尬境地,这样必然导致企业缺乏技术发展后劲,缺乏抵抗风险的能力和市场竞争能力,以致影响国有企业的生存与发展;二是我国的大部分上市公司是比较优秀的国有企业,即盈利能力比较强,在 1994 年至 2002 年期间,我国银行贷款利率呈逐年下降趋势,即企业负债成本在不断降低,根据资本结构优化理论,企业的负债比率

应该不断提高,但上市公司强烈的股权融资偏好使得上市公司平均负债率也呈逐年下降的不合理现象;三是我国的民营企业以及一些中小企业的盈利能力相当强,理应负债融资扩大投资规模,但是银行却不敢给予贷款,发行公司债券更是难上加难,导致了民营企业负债率很低的不合理现象。所以我国许多公司资本结构是不够合理的,社会资金并没有得到比较有效合理的配置,致使社会总福利未能达到最大化。因此,研究公司资本结构选择问题,有利于公司作出正确的举债经营决策,也有利于整个社会资源得到合理配置。

2. 只有优化公司资本结构,才能有效降低代理成本、提高公司治理效率

资本结构的治理效应是指公司通过对资本结构中的负债和股权结构的选择而对公司治理结构效率的影响。威廉姆森(Williamson, Oliver E)认为,在市场经济条件下,公司债务与股权不应该仅仅被看作是可替代的融资工具,而且还应该被看作是可替代的治理结构。张维迎认为资本结构是公司治理结构最重要的一个方面,公司治理结构的有效性在很大程度上取决于资本结构,所以资本结构的选择在很大程度上决定着企业治理结构效率的高低。

首先,负债有利于提高公司治理效率。债权人作为企业的外部投资者,是受公司法、证券法、合同法、破产法等法律保护的,其权利就是当公司不能偿还到期债务时对公司财产的优先获得权,以及当公司破产时公司的剩余控制权和剩余索取权便由股东转移给债权人,从而实现债权人对公司的控制。所以,格罗斯曼和哈特都认为债务能够有效激励经营者努力工作,节制个人消费,对公司的投资决策更加负责,从而降低了两权分离而产生的代理成本。

其次,股权结构对公司治理效率也有影响。股权越集中,投资高风险项目的风险成本就越高,而大股东与中小股东之间的代理成本就越低;股权越分散,风险成本越低,而代理成本就越高,当风险成本与代理成本之和为最低时的股权比例就是最优的股权结构。而我国的上市公司大多数是国有股一股独大,而且大股东身份不明,所有者缺位,这就会产生严重的“内部人控制”问题,企业的治理效率极低,致使公司经营者毫无忧患意识,认为反正公司不可能被兼并收购,所以随意挥霍公司资金、随意在资本市场圈钱,致使公司盈利能力不强。因此,研究公司资本结构选择问题,有助于调整与优化我国上市公司的资本结构,提高经济效益,对于完善法人治理结构以及完善我国资本市场融资秩序都具有深远的意义。

3. 只有优化公司资本结构,才能有效防范企业破产

由于存在经营风险、财务风险和激烈的市场竞争,公司破产逐年增加。公司破产形式是多种多样的,如公司出现资不抵债,公司不能清偿到期债务的本金和利息,公司本身或债权人向法院提出申请公司破产等,但归根结底各种破产形式都与公司债务有关。所以,公司举债经营策略是一把“双刃剑”,一方面由于节税而增加了公司市场价值,另一方面却加大了公司破产风险,只有当公司合理负债时,才能够有效降低公司破产风险而同时提高公司市场价值。因此,研究公司资本结构选择问题,不仅对于经营者懂得如何有效防范公司破产、对于政府管理层控制公司质量以及控制整个资本市场的风险都具有重要意义,而且对于保护股东、债权人的利益和公司员工的社会福利,进而对整个社会的稳定都具有重要的现实意义。

三、全书研究的主要内容、思路方法、结构体系

(一) 主要内容

由于资本市场是一种典型的信息不对称市场,因此研究资本市场中公司融资方式与资本结构选择问题必须考虑到信息不对称的情况。同时研究资本结构选择问题,必须从我国上市公司存在的现实问题,例如我国上市公司强烈股权融资偏好等问题出发。因此全书研究是以公司资本结构选择机理为主线,以信息不对称下的博弈理论为主要分析方法,主要研究公司资本结构选择与融资决策、投资决策、公司治理绩效之间的关系以及我国上市公司强烈股权融资偏好的理论解释。具体内容主要体现在以下几个方面:

(1) 在公司资本结构选择与融资决策分析中,首先建立了资本结构与融资决策的委托代理模型,其次从我国上市公司特定股权结构角度、资本市场信息不对称和债券市场不完善以及我国上市公司融资法规不合理等角度分析了上市公司强烈股权融资偏好的成因。

(2) 在资本结构选择与投资决策分析中,利用信息不对称理论解释我国上市公司过度投资问题的成因;以及在产品需求不确定情况下,分别对完全垄断和垄断竞争公司的资本结构选择与投资决策进行博弈分析。

(3) 在资本结构选择与公司治理绩效分析中,讨论了公司资本结构与治理结

构之间的关系;股权分置改革对公司会计信息监管的影响;利用信息不对称博弈理论解释资本结构选择与公司价值关系,得出公司预期收益的均值越大,公司负债就越大,公司价值也越大;公司预期投资项目的风险越大,越可以提升公司的价值;对于高质量公司,外部投资者比例、资本市场信息不对称程度越高,高质量公司价值下降幅度越大;而对于低质量公司,外部投资者比例、资本市场信息不对称程度越高,低质量公司价值上升幅度越大。

(4) 对我国上市公司资本结构选择的影响因素及其相关问题进行实证分析;然后就我国上市公司资本结构对治理绩效的影响进行实证分析;最后对我国上市公司配股价格进行实证分析。

(5) 从我国上市公司资本结构选择问题出发,分析了公司资本结构选择风险的控制方法,讨论了利率互换、期权理论对公司资本结构选择风险进行控制;讨论期货套期保值策略对公司债务风险的控制;讨论可转换债券、债转股策略对公司资本结构选择风险的控制。

(二) 思路方法

全书研究的思路方法是定性分析与定量分析相结合;静态分析与动态分析相结合;理论分析与实证分析相结合;理论与实践相结合。

(1) 定性分析与定量分析相结合。定性分析方法能够对所研究的问题进行全面的、概括的、透彻的说明,其优点就是能够对那些不能用数量说明的问题给出明确的解释,但不足之处就是对问题研究的深度是不能与定量分析相提并论的,数学模型及其逻辑推理恰恰能够弥补定性分析的不足。因此书中一些章节例如我国上市公司股权融资偏好的理论解释以及过度投资的理论解释等都是先进行定性分析,然后进行定量分析。

(2) 静态分析与动态分析相结合。公司资本结构是动态调整的变量,对它的研究如果仅用静态分析方法,那么其本质就会被歪曲。基于此,全书对资本结构研究的数学模型基本上都假设公司总资产服从维纳过程,即公司总资产是一个随着时间变化而变化的变量,这样所得到的结论就会更加客观、更加具有说服力。书中一些章节例如公司违约风险与资本结构选择问题的分析以及公司债务融资风险控制分析都体现了这一点。

(3) 理论分析与实证分析相结合。资本结构优化选择是每个企业都必须面对

的问题,而每个企业由于自身财务状况不同以及所处环境不同,都有不同的资本结构。因此把千差万别的各种企业抽象出来进行同一种理论分析,显然其结果是不能解释各种情况的。但是从众多实际样本公司出发的实证分析却能够弥补这一缺陷。基于此,全书力图做到理论分析与实证分析相结合来研究资本结构选择问题。例如对我国上市公司资本结构选择的影响因素分析、对我国上市公司配股定价分析等都采用了实证分析的方法。

(4) 理论与实践相结合。理论来源于实践又高于实践,不能指导实践的理论是毫无用处的,但归根结底理论是要回到实践中去。书中许多章节,例如对公司资本结构选择所形成的风险提出防范化解方法等正是体现了理论与实践相结合的原则。

(三) 结构体系

全书可分为四个部分,共六章内容。

第一部分是资本结构理论的综述篇,即第一章。第一章对国内外公司资本结构理论进行了系统的综述。

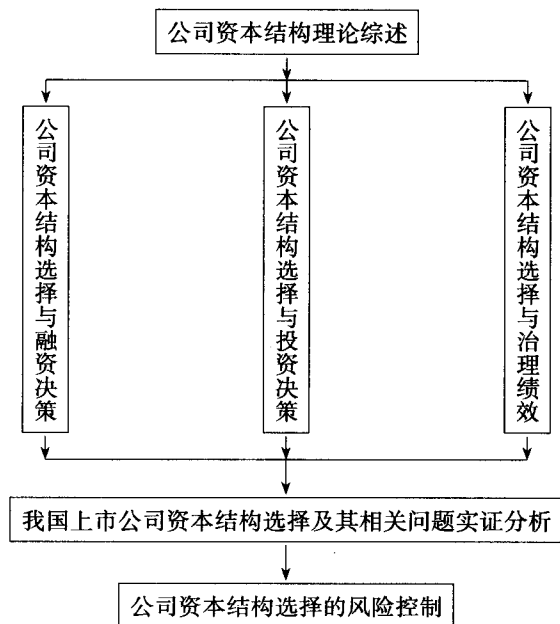
第二部分是资本结构选择机理的分析篇,包括三章内容。第二章研究公司资本结构选择与融资决策之间的关系,主要考虑了违约风险限定下的资本结构选择和融资决策;从委托代理角度和公司经济主体相互博弈的角度分析公司资本结构选择和融资决策;还从信息不对称、股权结构等角度来解释我国上市公司股权融资偏好的成因。第三章研究公司资本结构选择与投资决策之间的关系,主要说明投资不足和投资过度行为产生的原因;并针对我国上市公司在强烈股权融资偏好下形成投资不足与投资过度现象,利用模型进行解释;最后在产品需求不确定情况下,分别对完全垄断和垄断竞争的公司资本结构选择与投资决策进行分析。第四章讨论了公司资本结构与治理绩效之间的关系;股权分置改革对公司会计信息监管的影响;利用信息不对称博弈理论解释了资本结构选择与公司价值的关系。

第三部分是实证分析篇,即第五章,对我国上市公司资本结构选择的影响因素进行了实证分析;然后就我国上市公司资本结构对治理绩效的影响进行了实证分析;最后对我国上市公司再融资配股定价进行实证分析。

第四部分是资本结构选择的风险控制实践篇,即第六章,主要从公司财务策略角度探讨了资本结构选择的风险控制;讨论了利率互换、期权理论对公司资本结构选择的风险进行控制;讨论了期货套期保值策略对公司债务融资风险的控制;讨论

了可转换债券、债转股策略对公司资本结构选择风险的控制。

全书研究的结构体系如下列框架图所示。



四、全书研究的理论创新

整体来看,全书研究具有以下六个方面的理论创新:

(1) 建立了资本结构选择与融资决策的委托代理模型,论证了公司资产负债率随着努力成本系数增大而降低,随着激励强度增大而增大,随着经营者风险规避程度增大而降低。当公司所有者控制并且经营管理者的努力程度可以被所有者观测时,公司资本结构即资产负债率最大,经营管理者的努力程度最高;当管理者努力程度不可能被所有者观测时,公司的资产负债率会降低,管理者的努力程度也会降低;而内部人控制的公司资产负债率最低,并且公司经营管理者的努力程度也最低。在不考虑所有者与经营者之间委托代理关系时,企业负债经营的条件是公司息税前利润率大于债务利息率。但是在委托代理关系下,企业负债经营条件更加苛刻,当经营者努力程度不论能否被观测,企业负债经营的前提是公司息税前期

望利润率与债务利息率之差必须大于公司负债率与利息率之积;而当公司是内部人控制时,其负债经营条件即息税前期望利润率要求更高。

(2) 对我国上市公司强烈股权融资偏好进行了理论解释。首先,从股权分置改革之前我国上市公司特定股权结构角度来看,我国大部分上市公司都是“内部人”控制的公司,经营管理者从自身期望收益角度选择权益融资策略,公司权益融资即降低资产负债率,会提高企业经营管理者期望收益,因此我国上市公司进行股权融资是经营管理者最优融资选择。其次,从信息不对称和债券市场不完善角度来看,我国资本市场债券融资法规决定了上市公司风险债券边际期望破产成本的变化率大大高于其边际期望价值的变化率,融资企业为了提高企业市场价值,采用股权融资决策实际上是理性选择。最后,从我国资本市场再融资法规角度进行分析,种种弊端对上市公司强烈股权融资偏好创造了机会。

(3) 对我国上市公司过度投资进行了理论解释。股权分置改革之前,由于我国上市公司特定的股权制度安排,即国有股、法人股不能流通,则必然产生不同股票持有者之间的目标差异,即上市公司流通股股东的目标是股票市场价值最大化,而公司经营管理者(国有股、法人股股东的代表)的目标是国有资产或法人资产保值增值最大化,即公司净资产价值最大化。鉴于我国上市公司的股利分配决策,大多数公司都是不分配,因此投资项目收益转化为公司净资产的比例较高,相对于仅仅存在信息不对称的资本市场的投资过度行为来说,我国上市公司投资过度行为要普遍得多。与西方发达资本市场相比,我国资本市场股权融资资金配置使用效率比较低。

(4) 在公司资本结构选择与治理绩效的分析中,利用博弈理论讨论了股权分置改革对公司会计信息监管的影响。首先,分析我国证券市场上市公司内部治理机制亟待完善、外部审计约束较为乏力,提出了当前政府管理层对上市公司会计信息外部监管的必要性,然后建立了上市公司会计信息监管的完全信息静态博弈模型。通过模型分析,当政府管理层对上市公司虚假会计信息监管的查出概率介于三个不同区间时,得到三种不同的纳什均衡结果,查出概率介于前两个区间时,政府监管是无效监管,查出概率介于第三区间时,政府监管是有效监管。

(5) 对公司资本结构选择所形成的风险提出了防范与控制方法。分析了期货套期保值策略对公司债务融资风险的控制,得出了最小风险期货套期保值的套头比例以及套期保值的有效性指标的解析表达式;分析了可转换债券、债转股策略对

公司资本结构选择风险的控制,得出了可转债发行规模以及债转股转股比例的解析表达式。

(6) 对我国上市公司资本结构选择的影响因素进行实证分析以及对我国上市公司再融资配股定价进行实证分析,结果表明我国上市公司资产负债率与公司盈利能力、非负债类节税、公司成长性呈负相关关系。同时上市公司在选择资本结构时,不但要考虑微观经济因素形成的技术约束影响,也要考虑宏观经济因素形成的市场约束影响。宏观经济因素如通货膨胀率因素、狭义货币增长率因素的变动已经成为我国上市公司资本结构选择时必须考虑的一个重要方面。但是我国上市公司负债融资决策与西方现代资本结构理论相比也有许多偏差,这主要是由于我国特定的历史、制度以及社会主义市场经济的起步阶段等原因造成的。例如公司资产负债率与公司规模、股权结构呈正相关关系,与公司经营风险、实际贷款利率没有相关关系。

当然书中一些章节对公司资本结构问题的研究还不够全面、不够深入,研究方法上也有不足之处,有待于在以后的研究中加以完善。

(1) 对公司资本结构问题研究的内容不够全面,仅仅涉及某些方面,如对于公司现有资本结构调整——国有企业的资产负债调整、股票回购、债券赎回以及境外上市等问题的研究均没有涉及,而这些方面恰恰正是我国国有企业以及上市公司资本结构优化和融资行为合理化的重要问题。

(2) 由于数据及其资料原因,一些章节缺乏对公司资本结构问题进行国际比较研究。例如用实证分析来研究公司资本结构选择问题时,仅仅对我国上市公司资本结构选择的影响因素、我国上市公司资本结构与治理绩效进行实证分析,而没有对发达国家公司资本结构、治理绩效以及再融资定价进行对比研究,从中找出产生差距原因,确定合理融资措施;又如在对我我国上市公司融资法规对资本结构选择的影响进行分析时,缺乏与西方发达国家的投资者保护、上市公司融资法规等进行比较研究,否则研究会更加具有说服力。

(3) 对公司资本结构选择问题的研究方法还不够丰富。例如未能利用期权定价理论、资本资产定价理论对公司资本结构优化选择进行一些突破性研究,取得比较新颖的成果。