

郭春丽 著

融资结构与公司 价值研究

——一个综合分析框架及其在中国上市公司的应用

人民出版社

融资结构与 公司价值研究

——一个综合分析框架及其在中国上市公司的应用

郭春丽 著

● 人民出版社

策划编辑：张文勇

责任编辑：詹素娟

装帧设计：李小波

版式设计：张 涛

图书在版编目(CIP)数据

融资结构与公司价值研究 / 郭春丽著.

— 北京：人民出版社，2006.10

ISBN 7-01-005883-0

I.融... II.郭... III.①上市公司—融资—资本的有机构成—研究—中国 ②上市公司—价值—研究—中国 IV.F279.246
中国版本图书馆 CIP 数据核字(2006)第 122653 号

融资结构与公司价值研究

RONGZIJIEGOU YU GONGSIJIAZHI YANJIU

郭春丽 著

人 民 出 版 社 出版发行

(100706 北京朝阳门内大街 166 号)

北京创世纪彩色印刷厂印刷 新华书店经销

2006 年 10 月第 1 版 2006 年 10 月北京第 1 次印刷

开本：880 毫米×1230 毫米 1/32 印张：10.5

字数：240 千字 印数：1-5 000 册

ISBN 7-01-005883-0 定价：26.00 元

邮购地址 100706 北京朝阳门内大街 166 号

人民东方图书销售中心 电话 (010) 65250042 65289539

前言

1958年,MM定理在一系列严格的假设条件下得出了资本结构与公司价值没有关系的结论。理论界对此进行了激烈的争论。20世纪70年代以来,资本结构理论不再直接探讨资本结构与公司价值之间的关系,而是与企业前沿理论和不对称信息理论有机结合,相互交融,出现了板块状的资本结构理论体系。本书试图从庞杂繁乱的理论体系中找到资本结构影响公司价值的主线,将资本结构影响公司价值的原理显性化。鉴于当前国内学者在研究资本结构与公司价值之间的关系时,大多将股权和债权分割开来,而且视负债为同质的,也多从静态的角度研究公司现有资本结构与公司价值的关系,很少触及资本结构的变化对公司价值的影响,本书通过界定“广义资本结构”,试图建立一个融相关理论为一体、同时考虑股权结构、债务结构、股权与债权相互作用影响公司价值的综合分析框架,从理论和实证两方面研究公司现有资本结构及其变化对公司价值的影响。

按照以上研究思路,本书第一章导论部分对全书研究做了铺垫。主要内容包括以下几部分:首先,综述了国内外的研究现状,在此基础上,提出了本文的分析框架和研究方法;其次,回顾了国内外关于公司经营目标的认识演进,在此基础上,提出公司价值最大化和股东财富最大化是现代股份公司的经营目标;最后,分析并界定了相关概念,包括资本结构与融资结构、公司价值与公司业绩及其相互间的关系。

本书的主体部分包括以下六章。

第二章是融资结构影响公司价值的历史考察。首先对传统资本结构理论进行了回顾和评述。现代资本结构理论起源于假设条件十

分严格的MM定理，结合资本结构理论的演变历程，本书逐一放宽了MM定理的主要假设条件，通过引入税收、破产成本、不对称信息、代理成本和合同成本等变量，为融资结构影响公司价值提供理论依据。在理论考察的基础上，本书认为融资结构主要通过三条途径影响公司价值：避税效应；公司治理机制；信号机制。它们分别对应三个条件：一个合理的税收制度；一系列用来协调利益相关者之间利益冲突的制度安排；一个成熟的资本市场。由于避税效应的大小或税收对公司价值的影响与具体的税收制度有关，这里不做重点考察，本书着重考察融资结构影响公司价值的后两条途径。迄今为止，西方市场经济国家出现了证券市场主导型的英美融资模式和银行导向型的日德融资模式。本书考察了这两种典型融资模式的经济效率及20世纪90年代以来的演变趋势，说明不同的融资模式具有不同的经济效率，为融资结构影响公司价值提供现实依据。

第三章、第四章是融资结构影响公司价值的静态考察。第三章考察股权结构与公司价值之间的关系。本章从股权结构影响公司价值的机理及各派经济学家针对提高公司价值进行的探索出发，深入研究了两种含义的股权结构——股权的所有者结构和股权集中度——与公司价值之间的关系。为了深化理论研究，本书使用博弈论这一分析工具，研究了在适度集中的股权结构中大股东之间持股份额的差异（他们对控制权的竞争能力）和他们的行为特点对公司价值的影响。在以上分析的基础上，探讨了影响股权结构和公司价值之间关系的三个特殊问题，得出了几个有价值的结论：股权集中度在转轨经济中对保护投资者利益具有独特的作用；在研究股权结构与公司价值之间的关系时，必须考虑股权结构的内生性问题；股权配置在成长性不同的公司中对公司价值有不同的影响。通过对这几个特殊问题的考察，说明在研究股权结构与公司价值之间的关系时，必须考虑公司所处的经济环境和公司自身的异质性。

第四章考察债务结构与公司价值之间的关系。鉴于目前国内学术界存在着在债权监督约束经营者的定性研究中，大多视负债为同质的，在定量研究中，将负债作为一个总体概念（即资产负债率）处理的缺陷，本章从债权影响公司价值的机理出发，同时在委托代理理论和信息理论分析框架中，研究了两种含义的债务结构——债务的所有者结构和债务期限结构——与公司价值之间的关系。而后，通过理论模型说明，债权和股权总体来说在参与公司治理方面具有互补作用，但当债权在和具体的股权治理机制配合使用时，出现了债权治理效应悖论和价值效应悖论。最后，从公司的投资机会集入手，研究了债权在成长性不同的公司中对公司价值的不同影响，得出了低成长性公司中债权的正价值效应起主导作用，高成长性公司中债权的负价值效应起主导作用的结论。

第五章是融资结构影响公司价值的动态考察。本章研究了公司发行股票、发行债券、债-股互换等资本结构变化事件对公司股价的影响。尽管目前还没有一个统一的理论能够解释各类资本结构变化事件对公司股票价格的影响，但通过比较分析可以看出，这类事件都是通过影响公司资产负债率这个中间变量来影响公司价值的，税收效应假说、财富转移假说和信息效应假说大致可以解释这类事件引起的市场反应。进一步的研究表明，关于事件研究似乎可以称之为规律和结论的是：涉及到负债率降低的资本结构变化事件向市场传递了不利于公司质量的信息，负债率增加的资本结构变化事件对公司价值的影响是一个没有解决的实证问题；一个事前没有预料到的负债率增加事件将引起公司股票出现正的超常收益；一个事前没有预料到的外部融资宣告，不管是通过发行债券还是通过发行股票融资，都将引起公司股价出现负的反应。此外，本章还回顾了发达国家的同类实证研究成果，从中可以看出，分析资本结构的变化对公司价值的影响时，需要综合考虑经济环境、行业特征等外部因素。

第六章是融资结构影响公司价值的实证考察。与理论研究相对应,本章实证研究了中国上市公司的融资结构及其变化对公司价值的影响。在融资结构与公司价值关系方面,本章重点研究了股权的所有者结构、股权集中度、负债及债务期限结构、股权与债权的相互作用对公司价值的影响;结合公司的成长性,实证考察了债权和股权在成长性不同的公司中对公司价值的影响。实证研究除了有力地支持了当前正在推进的股权分置改革和股票全流通工作外,还在某些方面填补了以往同类实证研究的空白,解释了以往研究中对同样问题得出矛盾结论的原因,具有一定的理论意义,对优化股权和债权在上市公司中的配置有重要的现实意义。在融资结构的变化与公司价值关系方面,本章重点研究了公司增发股票和发行可转换债券的股票价格反应,结果表明,西方有关资本结构变化的理论无法解释我国同类资本结构变化事件,我国资本市场发育缓慢,投资者还不成熟。

第七章是规范融资行为与提高公司价值:问题与对策。本章分析了我国上市公司融资结构中存在的国有股一股独大、非流通股比例过大、股权集中度过高、高级管理人员持股比例过小和持股体系封闭、债务结构不合理和债权约束弱化等的主要问题。正是由于上市公司的股权结构和债务结构存在诸多不合理之处,股权和债权都不能起到应有的约束作用,造成融资结构影响公司价值的机制在我国上市公司中还没有有效地形成。其结果是:一方面,不利于规范融资行为,提高公司价值;另一方面,良莠不齐的上市公司都可以通过股权融资获得资本,这在一定程度上助长了上市公司的股权融资偏好。最后,就提高上市公司的公司价值和规范公司融资行为,从优化融资结构和完善资本市场两方面阐明了本书的政策含义。

我国上市公司的融资结构和融资行为存在着一系列问题,已经成为一个不争的事实。值得庆幸的是,2005年我国开始启动了股权

分置改革，在优化上市公司股权结构上迈出了极为重要的一步。截至2006年4月，已有占市值总额60%以上的上市公司完成了股权分置改革，从而为优化上市公司融资结构、提高上市公司价值、保障证券市场健康发展创造了条件。然而，仅仅解决股权分置问题是远远不够的，打造高效运行的上市公司和功能完善的资本市场仍任重而道远。我们有充分的理由相信，随着社会主义市场经济体制改革的不断深入，中国上市公司的前景是无限广阔的，中国资本市场的明天是无比美好的。

我们期待着这一天早日到来！



郭春丽，女，工学学士、经济学硕士、经济学博士。曾在国有企业从事技术工作，现在国家发展和改革委员会宏观经济研究院体改所从事体制改革、投融资等问题的研究。近年来在《经济日报》、《财贸经济》、《宏观经济研究》等核心期刊上发表论文30余篇，出版专著两部，参与国家部委和省部级重大科研项目九项。

策划编辑：张文勇
责任编辑：詹素娟
装帧设计：李小波



目 录

第一章 导论	1
一、研究意义	1
二、国内外研究现状	4
(一) 国外研究现状	4
(二) 国内研究现状	10
三、研究框架与研究方法	14
(一) 一个综合分析框架的提出和说明	14
(二) 主要研究方法	16
(三) 创新与局限性	17
四、有关问题的说明与相关概念的界定	19
(一) 国内外关于公司经营目标的争论	19
(二) 公司价值与公司业绩	27
(三) 融资结构与资本结构	28
第二章 融资结构影响公司价值的历史考察	32
一、早期资本结构理论的认识	32
(一) 净收益理论	32
(二) 净营业收益理论	33
(三) 传统理论	34
(四) 对早期资本结构理论的评述	35
二、现代资本结构理论的认识演进	36

（一）MM 无关定理	36
（二）税收的引入	39
（三）破产成本的引入	40
（四）不对称信息的引入	44
（五）代理成本的引入	48
（六）交易成本的引入	53
三、进一步的思考	56
（一）融资结构影响公司价值的机理	56
（二）两种典型的融资模式及其效率：一个国际考察	59

第三章 融资结构影响公司价值的静态考察（1）：股权结构 与公司价值

一、股权结构影响公司价值的机理	63
二、股权集中度与公司价值	66
（一）股权集中度与公司价值：相关研究回顾	67
（二）股权集中度与公司价值：基于公司治理角度的考察	70
（三）适度集中的股权结构中大股东的行为特征：一个博弈分析	75
三、股权的所有者结构与公司价值	84
（一）管理者所有权与公司价值	84
（二）机构投资者与公司价值	92
四、所有权结构与公司价值：基于转轨经济的考察	94
五、股权结构内生性：对股权结构影响公司价值的质疑	96
六、股权结构与公司价值：考虑公司的成长性	98

第四章 融资结构影响公司价值的静态考察 (2): 债务结构 与公司价值 100

一、负债影响公司价值的理论	100
(一) 负债影响公司价值的机理	100
(二) 负债的监督激励效应	102
(三) 负债与公司控制权争夺	109
二、债务期限结构与公司价值	115
三、债务的所有者结构与公司价值	119
(一) 基于委托代理理论的考察	120
(二) 基于信息理论的考察	123
四、债权与股权的相互作用与公司价值	125
(一) 债权治理与股权治理互补的理论模型	125
(二) 债权治理效应悖论	131
五、投资机会集:考察债权与公司价值关系的另一个视角 ...	134

第五章 融资结构影响公司价值的动态考察 137

一、股票发行与公司价值(股价反应)	138
(一) 股票发行影响公司价值的理论假说	138
(二) 股票发行中不对称信息影响公司价值的理论模型	143
二、债券发行与公司价值(股价反应)	151
(一) 债券发行影响公司价值的理论假说	151
(二) 首次公开发行债券对公司价值的影响	153
(三) 可转换债券发行对公司价值的影响	155
三、债-股互换与公司价值(股价反应)	158

(一) 税收效应假说	158
(二) 财富转移效应假说	159
(三) 信息效应假说	159
四、资本结构的变化与公司价值: 比较分析	161
第六章 融资结构影响公司价值的实证考察	167
一、国内实证研究综述	167
(一) 股权结构影响公司价值的实证研究综述	168
(二) 负债影响公司价值的实证研究综述	173
(三) 对国内实证研究的评述及本书的拓展	174
二、融资结构影响公司价值的实证研究: 静态部分	178
(一) 样本选择和变量描述	178
(二) 股权集中度与公司价值	188
(三) 股权的所有者结构与公司价值	195
(四) 高级管理者持股与公司价值	204
(五) 负债和债务期限结构与公司价值	208
(六) 债权和股权的相互作用与公司价值	211
(七) 成长性不同的公司中股权和债权与公司价值	216
三、融资结构影响公司价值的实证研究: 动态部分	221
(一) 发行股票的股价反应	222
(二) 发行债券的股价反应	231
四、实证研究小结	236

第七章 规范融资行为与提高公司价值：问题与对策	239
一、我国上市公司的融资结构：问题和后果	240
(一) 股权结构不合理和股权约束软化	240
(二) 债务结构不合理和债权约束弱化	245
(三) 融资结构对公司价值的影响	247
(四) 融资结构对公司融资行为的影响	250
二、优化融资结构：规范公司融资行为和提高公司价值 的内在基础	252
(一) 优化股权结构加强股权约束	253
(二) 优化债务结构强化债权约束	256
三、完善资本市场：规范公司融资行为和提高公司价值 的外部环境	259
(一) 资本市场管理体制创新	259
(二) 提高资本市场效率	261
(三) 发展均衡的资本市场	262
附录 上市公司股权分置改革主要相关文件	264
参考文献	294
后记	314

第一章 导 论

一、研究意义

公司融资属于公司金融的研究范畴，主要研究公司管理者采用哪种方式为公司投资和经营筹集资金。公司筹集资金的主要方式有使用内部留存收益、借债或发行股票三种，与此相对应，公司资本结构包括自有资金、负债和股票三部分。公司资本结构的三个组成部分同时反映了公司的所有权构成：自有资金和股票代表股东的所有权，负债反映债权人的所有权。诸多研究表明，反映所有权构成的资本结构影响公司经营行为和公司价值。发达国家对资本结构影响公司经营行为、进而影响公司价值进行了系统研究，这些研究成果对于规范公司融资行为和优化公司融资结构具有重大的指导意义。

由于大多数发展中国家起初选择了国家扶持企业的发展战略，真正意义上的民营公司和股份公司没有成长起来。在一些更为贫穷落后的国家，甚至只有萌芽型的公司形式，这些公司依靠国家银行或国际发展银行满足融资需要。几乎所有发展中国家的证券市场都不发达，银行业和信贷市场发展步伐也很缓慢，有关公司金融的理论研究和实证研究都与发达国家存在明显的差距。可以毫不夸张地说，公司金融至今在许多发展中国家还没有作为

一个独立的研究领域存在^①。诸多研究表明，公司金融通过影响公司经营行为和资本市场运行进而影响国民经济增长和社会稳定发展，研究公司金融对于解决发展中国家的贫穷问题，提高经济增长水平和经济运行质量具有深远的现实意义。

我国有关公司金融的研究起步较晚，这与建国以来实行的金融制度和企业制度有关。在传统计划经济体制下，国有企业不是独立的法人实体，企业的资金来源主要依靠国家财政拨款和国有银行贷款，融资渠道狭窄，企业没有融资自主权，因此，也几乎没有关于公司融资问题的理论研究。随着社会主义市场经济体制的建立和完善，我国先后改革了国有企业经营体制、投融资体制和金融体制，公司金融和资本结构理论开始进入学术界的研究视野。20世纪90年代中期以来，针对国有企业出现的债务负担问题，国内学者对国有企业的资本结构进行了较为深入的研究。总的来说，这些研究主要集中在企业负债状况和企业负债对宏观经济的影响，以及如何化解债务风险等方面，真正运用资本结构理论系统研究我国企业资本结构的论文很少见。少数学者只是对我国企业的资本结构作了简要的、定性的研究，缺乏较深入而系统的定量研究和实证研究，迫切需要学术界对西方资本结构理论进行“本土化”处理，并结合我国的国情进行实证研究。

自1958年MM定理诞生以来，理论界对资本结构的研究是沿着三个方向进行的：公司资本结构是否影响公司价值；最优资本结构是否存在；影响公司资本结构的因素是什么。前两个属于理论研究的问题，第三个则属于实证研究的问题。就资本结构的

① Sanjiva Prasad, Christopher J. Green and Victor Murinde (2003): *Company Financing, Capital Structure, and Ownership: A Survey and Implications for Developing Economics*, <http://www.google.com/>.