

财 经 博 士 论 丛



CAIJING BOSHI LUNCONG

郑长德 著

企业资本结构 理论与实证研究

中国财政经济出版社

——财经博士论丛——

企业资本结构： 理论与实证研究

郑长德 著

中国财政经济出版社

图书在版编目(CIP)数据

企业资本结构：理论与实证研究/郑长德著. —北京：中国财政经济出版社，2004.12

(财经博士论丛)

ISBN 7-5005-7734-6

I. 企… II. 郑… III. 企业-资本的有机构成-研究-中国
IV. F279.23

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2004) 第 118854 号

中国财政经济出版社出版

URL: <http://www.cfeph.com.cn>

E-mail: cfeph@cfeph.cn

(版权所有 翻印必究)

社址：北京市海淀区阜成路甲 28 号 邮政编码：100036

发行处电话 88190406 财经书店电话：64033436

北京财经印刷厂印刷 各地新华书店经销

850×1168 毫米 32 开 10 875 印张 260 000 字

2004 年 12 月第 1 版 2004 年 12 月北京第 1 次印刷

印数：1—2 000 定价：25.00 元

ISBN 7-5005-7734-6/F·6786

(图书出现印装问题，本社负责调换)

序

企业资本结构和治理结构的研究一直是一个国际前沿问题，是公司金融理论和企业理论研究的一个主题和热点问题。1958年美国经济学家莫迪利安尼（F. Modigliani）和米勒（H. P. Miller）在著名论文《资本成本，公司金融和投资理论》中提出的M—M定理，奠定了企业资本结构理论的基石。1976年詹森（M. C. Jensen）和梅克林（W. H. Meckling）在其论文《企业理论：管理行为、代理成本和所有权结构》中，把企业的资本结构与企业的所有权结构相关联，从代理成本角度研究了企业的资本结构，使资本结构研究与企业理论、信息经济学相联系，从而开创了资本结构研究的新方向，之后，资本结构研究进入了一个新的发展阶段。现代资本结构理论对资本结构的研究不局限于企业的财务，而是与企业理论、博弈论、信息经济学等相结合，从多角度研究企业的最优资本结构的选择，尤其是把资本结构与企业的治理结构、产权结构和契约理论相结合，提出了资本结构的不对称信息模型、信号模型和不完全合约模型，从纵深的角度讨论资本结构的决定，使资本结构研究更加深入。

20世纪70年代末发动的市场导向的经济体制改革，带来了经济活动的组织结构和资源配置的巨大变革。在微观领域的一个重要表现就是企业组织形式的重大变化，一大批具有现代企业性质的股份制企业和有限责任公司建立起来了，股票市场的建立和发展，企业的融资环境的变化带来了企业资本结构的巨大变化。

在企业改革取得巨大成绩的同时，随着改革的进一步深入和发展，也出现了一些问题，例如，在企业融资方面，国有企业的负债融资偏好、上市公司的股权融资偏好，企业资本结构的变化并没有带来企业治理结构的变化，上市公司的财务造假行为，控股股东对小股东利益的剥夺等等。这些问题的存在不仅影响企业改革的进一步深化，而且，对资本市场的健康发展等各方面都带来了不利影响。因此，迫切需要从理论和实证两个方面对我国企业资本结构进行深入的研究。

郑长德同志的《企业资本结构：理论与实证研究》是在其博士论文的基础上修改形成的专著，是对这些问题进行系统性研究的一项学术成果。该书首先从资本结构的涵义出发，全面评述了资本结构理论的发展，提出了适应于转轨经济的资本结构理论；把资本结构和公司治理相联系，讨论了资本结构对企业经营者选择、激励和监督的作用；从企业融资制度的演进出发，讨论了国有企业资本结构的演变和对企业治理的影响；采用经济计量学方法对中国上市公司资本结构的决定因素、行业差异、地区差异，资本结构与企业绩效的关系、融资偏好等进行了实证分析；提出了国有企业资本结构优化的目标是实现净资产收益率最大，并从实现资本结构和治理结构双重优化的思路，提出了优化国有企业资本结构的途径和方式。

我认为，本书在以下几个方面具有创新意义：

第一，作者全面界定了资本结构的内涵，在对马克思的资本结构理论和西方资本结构理论全面评述的基础上，提出了适用于我国转轨经济的资本结构理论。认为资本结构包括微观和宏观两个层面的涵义，微观资本结构，主要是指企业资本结构；宏观资本结构，主要是指一个国家各种资本之间的数量比例关系及其所反映的经济联系。马克思的资本结构理论既是一种微观资本结构

理论，又是一种宏观资本结构理论。而西方资本结构理论在传统上主要是一种微观资本结构理论。根据企业资本结构理论的演进，把资本结构理论划分为古典资本结构理论、新古典资本结构理论和现代资本结构理论，以此为基础，讨论了适宜于转轨经济的资本结构理论。

第二，本书对资本结构和公司治理的关系进行了创新性研究。作者从现金流量配置和控制权配置两个方面理解资本结构，认为企业资本结构的选择不仅是企业未来现金流在股权持有者和债权人持有者之间的分配问题，而且更与公司治理密切相关，实际上在一定程度上，企业资本结构选择过程就是企业选择其公司治理模式的过程，就是企业的状态依存所有权在不同利益主体之间的配置过程，企业最优资本结构的确定就是企业最优所有权结构的形成过程。这些研究成果丰富和发展了企业金融理论。

第三，作者理论联系实际，规范分析与实证分析相结合，对我国国有企业和上市公司的融资偏好、资本结构与绩效之间的关系等问题进行了有益的探讨。作者从国民收入分配格局的变化和资本市场的发展讨论了国有企业资本结构的变化机制和治理低效的形成原因；从资本市场功能定位和发展的不平衡角度研究了我国上市公司具有强烈的股权融资偏好的形成机制；从实证的角度全面分析了我国上市公司资本结构的决定因素、行业差异和地区差异，并进行了国际比较；本书作者发现，我国上市公司资产负债率与企业绩效成负方向变动，且最优资本结构远低于国际水平，对此情况给出了解释。这些理论和实证分析的结论，论证有据，说理清晰。

第四，现代企业资本结构理论在分析企业最优资本结构选择时都是以企业价值最大化为前提的，然而，本书提出，在我国，金融市场不够发达，特别是企业债券市场仍然是一个相当薄弱的

市场，股票市场的资源配置效率不高和上市公司股权结构在“国有股”一股独大的“软治理”，从而决定了企业无法以企业价值最大化为目标。因此，本书提出，我国企业资本结构优化的目标应是净资产收益率最大。有利于净资产收益率提高的资本结构选择是合理的选择，净资产收益率最大时的资本结构即是最优资本结构。以此为基础，作者提出了一系列实现资本结构和公司治理结构双重优化的具体措施。这些都对我国国有企业的改革，特别是资本结构的优化、治理结构的完善和产权结构的优化有其现实指导意义。

总之，本书选题具有理论研究和实践运用的重要意义。作者广泛掌握国内外有关重要文献资料和统计数据，始终贯彻理论密切联系实际的原则，坚持解放思想与实事求是相统一，使实证分析与规范分析相结合，以马克思的资本结构理论为指导，对西方古典的和新古典的资本结构理论，以及现代资本结构理论进行了比较研究和评介，论述较全面，评析较中肯。本书提出的适应于转轨经济的资本结构理论，国有企业资本结构优化的目标和优化国有企业资本结构的途径和方式，均有不少创见和新意。当然，资本结构和公司治理研究涉及金融学、微观经济学和宏观经济学等多方面的内容，难度较大，不可能在一本书中穷尽所有问题，正因为如此，本书中不尽如人意的地方也是在所难免的。我希望作者再接再厉，在此项研究上更上一层楼，取得更大的成果。

胡代光（北京大学教授、博士生导师）

2004年10月5日

序 二

《企业资本结构：理论与实证研究》是郑长德同志在其博士论文基础上修改而成的一部学术专著。

企业资本结构和公司治理作为现代公司金融理论和企业理论的一个重要组成部分，为经济学前沿研究课题。研究资本结构的目的在于为那些与企业融资有契约关系的各相关利益者的利益关系、相互作用机制、成本与收益以及企业资本结构与企业价值的关系提供一种理论解释和预言，在实践中为企业的资本运营、优化资本结构、建立最优产权结构和改进治理结构提供理论指导。因此，本书的选题具有重要的理论和实践意义。在理论上，对于丰富我国公司金融的研究有重要意义。在实践上，对资本结构的理论分析和上市公司的实证分析，对于我国企业改革，特别是资本结构的优化、治理结构的改良和产权结构的优化有重要的指导意义。

该书以马克思主义理论为指导，理论联系实际，运用规范分析与实证分析相结合的分析方法，广泛吸收企业理论、博弈论和信息经济学等多学科的积极成果，深入研究了企业资本结构及其与公司治理的关系。该书在以下几个方面的创新是值得关注的：

第一，该书对资本结构的理解是全面的。作者认为资本结构包括微观和宏观两个层面的涵义，微观资本结构，主要是指企业资本结构；宏观资本结构，主要是指一个国家各种资本之间的数量比例关系及其所反映的经济联系。马克思的资本结构理论既是

一种微观资本结构理论，又是一种宏观资本结构理论。而将西方资本结构理论划分为古典资本结构理论、新古典资本结构理论和现代资本结构理论。这种划分方法是科学的、合理的。

第二，该书从现金流量配置和控制权配置两个方面理解资本结构，提出企业资本结构的选择不仅是企业未来现金流在股权持有者和债权人之间的分配问题，更和公司治理密切相关，实际上在一定程度上，企业资本结构选择过程就是企业选择其公司治理模式的过程，就是企业的状态依存所有权在不同利益主体之间的配置过程，企业最优资本结构的确定就是企业最优所有权结构的形成过程。这些观点对于优化企业资本结构，完善公司治理是重要的。

第三，该书从中国的实际情况出发，以中国的国有企业和上市公司为研究范例，具有很强的现实针对性，并提出了一些新的理论观点。例如，作者认为，国民收入分配格局的变化和资本市场的发展使得国有企业资本结构变化很大，但治理结构却改变很少，这是国有企业效率低的重要原因；中国上市公司股权融资偏好的形成，其直接原因是我国股权融资的私人成本低于债权融资成本，根本原因是我国发展股票市场的功能定位造成的；作者还提出了适应于转轨经济的资本结构理论，国有企业资本结构优化的目标和优化国有企业资本结构的途径和方式等等。这些论点论证有据，说理清晰，对搞好企业资本运营、优化企业资本结构和治理结构具有实用价值。

第四，该书把理论分析和实证分析相结合，从企业资本结构的意义入手，以因素分析——结构分析——绩效分析为主线，采用计量经济学方法对中国上市公司资本结构的决定因素、行业差异、地区差异，资本结构与企业绩效的关系、融资偏好等进行了实证分析，得出了具有重要参考价值的结论和命题，深化了对企

业资本结构的研究。

当然，作为探索性的学术著作，该书的有些研究还有深入的空间，也存在一些不足。例如，马克思的资本结构理论相当丰富，该书的研究只是作了一个粗浅的概括，对马克思的资本结构理论研究需要进一步深入；目前关于企业资本结构的研究大多是静态和比较静态的及局部均衡的，从动态和一般均衡角度研究资本结构，从投资者和企业的行为角度研究资本结构将是今后重要的研究方向；把微观资本结构和宏观资本结构结合，研究资本结构、企业成长和经济增长、经济波动、经济危机的关系，经济全球化条件下资本结构的调整，是构建宏观经济学的微观基础的一个重要研究方向；关于中国企业资本结构的研究，也有许多问题有待深入，例如，中国各类企业包括国有企业、非国有企业资本结构选择和决定因素，国有企业资本结构和治理结构的关系，中国企业资本结构和宏观经济的关系等等。这些问题的研究将极大地推动中国公司金融研究的发展。希望郑长德同志在此书的基础上，把这些研究继续下去，并取得更好的成果。

朱方明（四川大学经济学院教授、博士生导师）

2004年10月1日

内 容 摘 要

企业融资中最古老和最重要的问题之一，就是什么因素决定了企业是怎样融通投资所需要的资金，以及投资资金是如何运作的。这个问题就是企业的“资本结构”问题。企业资本结构理论是微观金融理论和企业理论的一个重要组成部分。研究资本结构的目的在于为那些与企业融资有契约关系的各相关利益者的利益关系、相互作用机制、成本与收益以及企业资本结构与企业价值的关系提供一种理论解释和预言，在实践中为企业的资本运营、优化资本结构、建立最优产权结构和改进治理结构提供理论指导。

本书首先从资本结构的涵义出发，全面评述了资本结构理论的发展，提出了适应于转轨经济的资本结构理论；把资本结构和公司治理相联系，讨论了资本结构对企业经营者选择、激励和监督的作用；从企业融资制度的演进出发，讨论了国有企业资本结构的演变和对企业治理的影响；采用计量经济学方法对中国上市公司资本结构的决定因素、行业差异、地区差异，资本结构与企业绩效的关系、融资偏好等进行了实证分析；提出了国有企业资本结构优化的目标是实现净资产收益率最大，并从实现资本结构和治理结构双重优化的思路，提出了优化国有企业资本结构的途径和方式。

1. 本书认为资本结构包括微观和宏观两个层面的涵义。微观资本结构，主要是指企业资本结构，从狭义层面看，企业资本

结构就是企业资产负债表右边各项间的比例关系和由这种比例关系所反映出的权利义务结构；从广义层面看，除了狭义层面的涵义外，企业资本结构还包括企业各类资本之间的比例关系，例如，企业财务资本、人力资本等。宏观资本结构，主要是指一个国家各种资本之间的数量比例关系及其所反映的经济联系。马克思的资本结构理论既是一种微观资本结构理论，又是一种宏观资本结构理论。而西方资本结构理论在传统上主要是一种微观资本结构理论。本书研究的也主要是微观资本结构。

2. 本书从现金流量配置和控制权配置两个方面理解资本结构，认为企业资本结构的选择不仅仅是企业未来现金流在股权所有者和债权所有者之间的分配问题，更和公司治理密切相关，实际上在一定程度上，企业资本结构选择过程就是企业选择其公司治理模式的过程，就是企业的状态依存所有权在不同利益主体之间的配置过程，企业最优资本结构的确定就是企业最优所有权结构的形成过程。

3. 企业的资本结构影响经理、股东、债权人的激励和行为，影响企业破产发生的成本。改变企业的融资方式必然要改变激励和行为，而激励和行为的改变最终要改变收益和企业价值。本书认为，不仅仅是债务权益比率决定对企业利益相关主体的激励，管理层持有的股权数、股票所有权在外部大投资者之间的集中程度、董事会的组成和权力、贷款协议和债务合约中的限制性条款及企业遭遇财务困境时可利用的资源都影响着激励和行为。

4. 改革开放以来，国有企业融资方式经历了财政主导型融资、银行主导型融资和银行与资本市场混合型融资。现在，企业融资主体呈现多元化格局，形成了多种企业融资方式并存的体系。在资本结构方面，目前国有企业资本结构主要表现为外源融资比例大，外源融资的高银行负债化。本书认为，导致国有企业

资本结构演进的这一变化，部分是由于随着经济体制改革，国民收入分配格局发生了很大的变化，居民取代国家成为投资资本的主要资金提供者，部分是因为直接融资市场受到非常严密的限制和不发达，国有银行成为资金从居民流向企业的最主要渠道。本书认为，虽然国有企业资本结构变化很大，但国有企业的公司治理却变化很少。一方面国有企业由居民（通过银行）融资；另一方面，虽然国有企业在名义上属于人民，但实际上对国有企业行使所有权和实施实际治理的仍然是各级政府，不仅国有企业管理者的选择、监督和激励几乎全由政府进行，而且政府还对国有企业的经营实行重大的、随机的行政干预。

5. 与国有企业具有债权融资偏好相反，我国上市公司在资本结构上表现的突出特征是股权融资偏好，这也和世界其他国家的融资偏好形成鲜明的对比。本书认为我国上市公司股权融资偏好的形成，其直接原因是我国股权融资的私人成本低于债权融资成本，根本原因是我国发展股票市场的功能定位造成的。我国资本市场的发展最初主要是解决国有企业的资金问题。国有企业的资金来源在改革开放以来，经历了从财政拨款到银行贷款，再到发行股票和债券的变革。强调股票市场的融资功能，希望通过股票市场的发展来解决国有企业的资金问题，一直是政府对发展我国股票市场的功能定位。对股票市场融资功能的过分强调，导致了对其他比融资功能更重要的功能的忽视。

6. 本书从实证的角度分析了我国上市公司资本结构的决定因素，发现公司规模、盈利性、资产可抵押性、企业的成长机会这些在国际比较研究中考虑的资本结构决定因素也是影响我国上市公司资本结构的重要因素，同时，我们还发现，我国上市公司资本结构具有重要的行业差异和地区差异。此外，股权结构在我国上市公司资本结构的决定中，有重要的影响。

7. 从国外的经验看,企业的高负债并不必然导致企业的经营低效,问题的关键在于债务的治理是否有效。有效的债务治理,会迫使企业的经营者努力去改变企业的经营状况,提高经营业绩。国外的经验研究大都表明财务杠杆与企业价值正相关。实证研究表明:(1) 在我国的上市公司中,绩效比较高的公司,其资产负债率偏低。相反,负债率高的企业,绩效一般都较差。这和国际证据不一致。(2) 回归分析表明,我国上市公司最优资本结构水平远低于国际水平。对此的一个可能解释是,在我国企业债务的约束功能是微弱的,我国目前债务的约束是软约束,企业的债务并未给经营者带来多少压力。我国企业的债权人主要是国有银行,银行和企业之间的债权债务关系实际上体现为同一所有者的内部借贷关系,企业债务到期即使不能按期履行还本付息的义务,银行也无法行使对企业资产的最终控制权,银行不能成为上市公司的股东。且我国破产法规定债权人不能对破产企业进行接管等等,破产和清算对企业经营者不具有约束力。

8. 现代企业资本结构理论在分析企业最优资本结构选择时都是以企业价值最大为前提的。本书认为,我国金融市场不够发达,特别是企业债券市场仍然是一个相当薄的市场,股票市场的资源配置效率不高,许多研究证实我国的股票市场尚未达到弱有效率,在这样的市场环境下,一方面企业难以根据市场环境和自身经营状况调整自身的资本结构,特别是我国的上市公司股权结构在“国有股”一股独大的“软治理”情况下,企业的经营难以以企业价值最大为目标;另一方面,实际上在无效率的金融市场环境下无法以企业价值最大为目标。因此,本书提出,我国企业资本结构优化时,选择的优化目标是最大化股东收益,换句话说,最大化权益收益率(即净资产收益率)(ROE)。有利于净资产收益率提高的资本结构选择是合理的选择,净资产收益率最大

时的资本结构即是最优资本结构。

以此为基础,本书总结了我国国有企业治理结构失灵的各种表现,提出了实现资本结构和治理结构双重优化的途径和方式。认为企业追求最大化净资产收益率,要通过两条途径:一是在企业既定的利税前现金流的条件下,设法把这一现金流划分为不同的支流,来迎合各类投资者的不同需求,从而最大限度地降低资本成本。二是以融资策略来调动企业利益相关者的积极性,从而增加企业的利税前现金流。使企业净资产收益率最大化的融资战略至少应达到下列三个目标:(1)使融资的税后成本最小;(2)使企业现金流的风险降低;(3)使代理成本最小。

本书认为实现资本结构和治理结构的双重优化,重塑国有资本的投资主体是前提。在优化公司治理结构方面,本书认为认识到以下几方面是重要的:

1. 债务合约对企业治理架构有重要的意义。充分发挥负债的作用是建立健全有效的国有企业治理机制的一个重要组成部分。债务融资的利用对于减轻股东与经营者之间的利益冲突、传递企业内部信息、企业资不抵债时通过控制权转移,由债权人对企业进行重组等对发挥着重要的作用。不过负债发挥治理作用的效力决定于负债首先必须是“硬”负债,决定于完善和健全的企业破产制度。

2. 股权结构是公司治理结构的基础,它决定了股东大会的权力核心,进而决定了董事会、监事会和经理人员的构成及权力归属。在随之而产生的股东——董事会——经理人员的委托代理关系中,股权结构也决定了委托人对代理人监督的有效性。而股权结构治理作用的效力决定于股权结构首先是合理的,没有“廉价投票权”股票;还决定于大股东的监督努力。

3. 有效的资本市场是外部治理机制有效发挥作用的基础性

前提。

基于上面的讨论，本书提出了一系列实现资本结构和治理结构双重优化的具体措施。

关键词：企业 资本结构 公司治理 融资行为 融资偏好

Abstract

One of the oldest and most important issue in corporate financing is on what a corporation decided how to acquire the capital required in its investment and how to operate it, which, called the theory of corporation capital structure, is a substantial part of the micro – finance theory and firm theory. The main aim of studying the capital structure is not only to offer a theoretical explanation and prediction on the benefit relationship, the interaction mechanism and the cost and revenue of those who has a contract relationship with each other as well as the relationship between the capital structure and the value of the corporation, but to offer a theoretical direction for capital operation, optimising the capital structure, constructing the optimal property right structure and improving the governance structure in a firm's practice.

In this chapter, the author gave out an inclusive comments on the development of the capital structure theory and constructed a capital structure theory of our transforming economics after exploding the definition of the capital structure and then discussed the role of capital structure in sifting, stimulating and monitoring the management with connecting corporate governance with capital structure; considered the influence on the evolution of state owned corporations' capital structure and corporate governance from the