INSTITUTIONS AND MARKETS:

制度适应与市场博弈：企业资本结构的形成机理

RESEARCH ON THE MECHANISM OF FORMATION OF CAPITAL STRUCTURE

饶育蕾 著

INSTITUTIONS AND MARKETS

经济科学出版社
Economic Sciene press

制度适应与市场博弈：企业资本结构的形成机理

饶育蕾　著

经济科学出版社

责任编辑：齐伟娜
责任校对：董蔚挺
版式设计：代小卫
技术编辑：邱　天

制度适应与市场博弈：
企业资本结构的形成机理
饶育蕾　著
经济科学出版社出版、发行　新华书店经销
社址：北京海淀区阜成路甲28号　邮编：100036
总编室电话：88191217　发行部电话：88191540
网址：www.esp.com.cn
电子邮件：esp@esp.com.cn
天宇星印刷厂印刷
德利装订厂装订
850×1168　32开　8.25印张　200000字
2003年3月第一版　2003年3月第一次印刷
印数：0001—3000册
ISBN 7-5058-3413-4/F·2757　定价：16.00元
（图书出现印装问题，本社负责调换）
（版权所有　翻印必究）

图书在版编目（CIP）数据

制度适应与市场博弈：企业资本结构的形成机理／饶育蕾著．—北京：经济科学出版社，2003.3
ISBN 7-5058-3413-4

Ⅰ.制… Ⅱ.饶… Ⅲ.企业-资本的有机构成-研究 Ⅳ.F275.1

中国版本图书馆 CIP 数据核字（2003）第 008615 号

本研究得到了国家自然科学基金
的连续资助，项目批准号：
79700028 和 70272045

序　言

自从我国资本市场确立以来，研究资本的性质、功能与资本市场运作的论著大量出现，成为经济学研究领域的热点。但从“制度”与“博弈”的角度研究资本结构的论著并不多见。现在献给读者的饶育蕾教授的《制度适应与市场博弈：企业资本结构的形成机理》一书，选题新颖，有独创性，为制定政府投资政策和企业投融资政策提供了重要的理论依据，是国有企业改革和资本市场发展的迫切需要，具有重要的理论意义和现实意义。

本书的主要特点和优点是：

第一，分析了影响企业资本结构形成的各种因素。在市场经济条件下，企业的资本结构不是由人们主观意志决定的，也不仅仅由单一的制度因素或经济因素决定，而是由多种因素共同作用的结果。本书把企

此为试读，需要完整PDF请访问：www.ertongbook.com

业资本结构形成看做是一个复杂的系统工程，对影响企业资本结构形成的制度因素和经济因素作了具体而深入的分析，特别强调法律制度与宏观经济因素对企业资本结构形成的重大影响，这就从更深层次揭示了企业资本结构形成的社会背景和主要特征。

第二，比较了不同国家企业资本结构形成的条件。本书在回顾西方资本结构理论的发展历史，评价西方若干有代表性的资本结构理论的基础上，较准确地指出了其理论的局限性，并从新的角度探讨了法律制度环境与资本市场、资本结构与治理结构的关系。本书对发达国家与发展中国家的法律环境、资本市场、企业资本结构形成进行国际比较，指出由于各国经济发展水平、金融市场条件、法律政策环境都存在重大差异，因而企业资本结构的形成机理具有各自的特性；即使同一个国家的不同历史时期，其差异也十分明显。这一观点不仅可以解释我国国有企业和上市公司资本结构存在的许多特点和问题，也可以解释当前资本市场监管和规范中存在的许多问题，具有重要的现实意义。

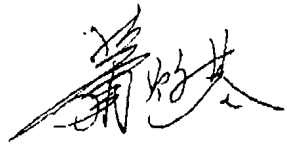
第三，论述了具有创新价值的主导环理论。创新是本书的主要特点。本书在研究了西方资本结构的理论与实践、研究了我国国有企业与上市公司的实际情况的基础上，提出了资本结构形成机理的主导环理论。按照该理论，资本结构的形成决定既包括政策、制度、法律、规范等宏观因素，也包括各个利益主体的矛盾和冲突等微观因素，是一个多层次的循环；而企业治理结构是资本结构形成机理循环中的动因、目标和核心。这个理论言之有理、持之有据，给人以启示。本书对“制度适应”和“市场博弈”的论述，以及法律制度与公司治理机制的关系、如何化解股东与经理人员的利益矛盾、如何处理公司内部人与外部人的矛盾等论述，也颇有新意。

第四，提出了优化我国企业资本结构的对策。用企业资本结构形成机理研究中国国有企业和上市公司的资本结构，

提出优化资本结构的理论和对策，是本书写作的主要目的。作者对国有企业资本结构形成机理、政府宏观政策对资本结构形成的影响、法律制度环境对优化资本结构的作用、上市公司财务行为的规范和各种利益主体的均衡博弈等问题所做的分析，对我国国有企业和上市公司资本结构的现状，“拨改贷”和“债转股”等实际问题所做的论述，符合实际，并提出了切合实际的对策建议。

第五，本书在方法论上也颇有特色。作者在回顾西方资本结构理论发展历史的同时，对有代表性的理论既不是一味照抄，也不是拒之门外，而是在认真研究的基础上，较全面地对其加以评论，较准确地指出其理论的局限性，观点明确、论述精当，有说服力。作者在研究和吸取国外经验时，注意其对我国的适应性和适时性。应该看到，西方资本结构理论及其他经济理论，都是在当时当地的具体社会经济条件下产生的，也是为当时当地的需要而创建的。各国情况不同，理论不能照搬，经验也不能照搬。道理很简单，人们可以照搬理论和经验，但绝对无法照搬社会环境、经济环境和人文环境。照搬必然脱离实际，脱离实际的理论和经验，必然在实际中碰壁。本书在研究西方理论和国外经验时，注重结合实际，这是十分正确的。

本书作者饶育蕾教授，是一位很有发展潜力的年轻经济学家。本书是在她的博士学位论文基础上修改完成的。本书的出版，我作为她的指导教授，感到十分高兴，特向读者推荐。希望饶育蕾教授再接再厉，在学术上取得更大成就。



2002 年 9 月 26 日

前　言

资本结构是财务理论中一个十分重要而复杂的问题。西方资本结构理论研究的目的在于从理论上解释公司选择某一特定资本结构的主要原因，揭示公司资本结构与公司市场价值及公司管理行为的内在关系，为公司资本结构决策和投融资决策提供理论基础和指导。经济学家们试图从不同的角度或不同的侧面对企业资本结构的形成原因和机理加以解释，形成了不同流派的资本结构理论，但这些理论在试图解释特定对象的企业资本结构时，却产生一些无法解释的问题：

（1）为什么西方资本结构理论缺乏普遍的解释力？资本结构理论能够解释某一个国家企业资本结构的形成机制，却不能解释另一个国家的企业资本结构。各国融资选择的内在动因差别是什么？是否存在一些宏观法律制度因素导致企业经营者融资动因的差异？是否可以认为这些制度因素也是决定企业资本结构的内生变量？

（2）为什么西方资本结构理论缺乏持久的解释力？资本结构理论在解释某一个历史时期的企业资本结构时却不能解释另一个历史时期的企业资本结构，以至于不得不寻找新的内在动因和理论依据。法律制度的变迁是否导致企业资本结构决策内在动因

的变迁，是否进一步说明了法律制度因素是企业资本结构决定的内生变量？

（3）曾经比较流行的“银行导向”与“市场导向”的金融体系差异，一度解释了日本、德国企业资本结构和治理机制与英美国家之间的差异。但如何解释银行系统和市场系统都不发达的法国企业的低负债结构以及银行系统和金融市场系统都很发达的日本企业的高负债结构？如何解释世界各国企业资本结构和治理机制的趋同现象？是不是存在比金融系统更广泛的法律制度因素在对金融系统本身、企业的资本结构和治理机制起着引导或决定作用？

（4）中国国有企业高负债的形成机理是什么？政府的宏观政策制度对其起着怎样的作用？政府“优化资本结构”等政策将起到怎样的政策效果？政府应该如何从宏观上构架企业优化资本结构的外在法律制度环境？

（5）中国上市公司的财务行为与公司治理机制何以与西方国家存在巨大的差异？其内在动因差异是什么？是什么导致中国上市公司大肆配股、增发，无限制地融措投资者的股权资金，又不给投资者以应有的回报？应该构建一种怎样的法律制度环境，才能使上市公司的各种利益主体得以在一个公平的地位上进行市场力量的均衡博弈？

源于美国经济背景的西方资本结构理论，不仅不能解释发展中国家或转型经济国家的企业资本结构现状，而且不能解释经济发展水平相似的其他发达国家的资本结构状况。本书认为，把法律制度框架与投融资环境条件看做既定的假设是传统理论缺乏广泛解释力的主要原因。宏观法律制度因素一方面由于对投资者法律保护的程度不同，决定了企业的投融资环境，另一方面由于对投资者赋予的权力不同而影响了企业的治理机制。前者所赋予企业的外在金融条件和后者所具有的企业利益主体的市场行为，共

同决定了企业的财务行为，并最终决定了企业的资本结构。

本书提出资本结构形成机理的主导环理论，其基本思想是，在不同的宏观政策制度、法律环境和经济发展条件下，决定企业资本结构的主导因素和形成机理有所不同。随着宏观条件的改变，主导因素发生改变，资本结构的形成机理也随之而变。在这一思路下，资本结构问题研究的关键是对其形成机理的研究，以及对与资本结构相应的治理机制的研究。对一个特定时期的特定经济体而言，存在企业资本结构形成机理的主导机制，包括“制度适应”和“市场博弈”两个主导环，主导环内的经济要素对企业资本结构的决定起着主导的作用。主导环是动态的，随着经济条件的变化和法律制度的变迁，主导环可能变成非主导环，非主导环则可能变成主导环。

“制度适应”对资本结构的作用机理是，在宏观政策、法律、制度环境很不健全时，企业的财务行为将受制于残缺的市场条件、不健全的法律制度环境以及国家政策的直接干预，企业资本结构的形成是企业对宏观制度条件的被动适应，或是企业与政府之间针对政策制度条件博弈的结果。在制度适应机制作用下，残缺的市场制度体系将引起企业目标函数的异化和财务行为的异化，从而导致畸形的资本结构和公司治理结构，这将诱导和促进宏观制度的变迁，优化企业资本结构成为政府的一项政策措施或制度安排，从企业角度研究资本结构优化问题没有现实意义，因为它不是由市场机制来配置资本资源达到资源配置最优化或帕累托改进，而是企业对政策制度的被动适应、畸形的资本结构所带来的残缺的治理机制促使制度的变迁。

“市场博弈”对资本结构的作用机理是，在宏观政策、法律、制度环境十分健全并且相对稳定的条件下，可以将这些宏观要素看成是既定的条件，企业所在经济体的市场机制比较健全，宏观要素的作用是构架一个企业各利益主体之间相互作用的健全

的微观基础，企业资本结构成为与企业财务行为相关的各利益主体对企业现金流权、控制权等争夺的市场博弈结果。在这一主导环作用下，各种力量的均衡结果使企业的治理结构趋于合理和健全。

当宏观政策、法律、制度环境健全程度介于前两者之间，或处于制度变迁过程时，宏观政策法律制度环境主要通过构建良好的微观机制引导经济主体的经济行为，使其在市场机制条件下和市场博弈结果下达到企业资本结构优化和社会资本资源配置的优化。资本结构的形成和优化过程，既是引导公司治理机制的优化和完善过程，又是引导宏观制度变迁的过程。随着这一循环的不断运行，宏微观机制日趋健全和完善，最终将过渡到高级主导环的作用机理。

发达国家法律制度变迁导致的企业资本结构与治理结构的变迁，以及发达国家之间资本结构的差异及趋同倾向，证明了发达国家以“市场博弈”为主导机制，以“制度适应”为非主导机制的资本结构形成机理。发展中国家与转轨经济国家看似没有规律和没有可比性的资本结构状况，恰恰又证明了发展中国家由制度、法律、经济状况差异所引导的以“制度适应”为主导机制，以“市场博弈”为非主导机制的资本结构形成机理，使各国因制度差异而导致截然不同的资本结构。中国国有企业和上市公司的实证分析表明，国内不同类型经济主体所处的制度差异，导致了国有企业与上市公司在融资、投资、分配等方面截然不同的财务行为，并最终引导了不同的资本结构和治理结构。本书用主导环理论在对中国国有企业和上市公司资本结构形成机理做出深入剖析的基础上，对企业资本结构的未来走势做出了预测，并提出了改善企业资本结构与治理结构的有关政策建议。

此为试读，需要完整PDF请访问：www.ertongbook.com

目录

前言 …… (1)
第 1 章
导论 …… (1)
1.1 问题的提出 …… (1)
1.2 资本结构理论的历史回顾 …… (3)
1.3 资本结构理论研究的新趋势 …… (13)
1.4 本书的主要内容和结构安排 …… (19)
第 2 章
法律制度与外部融资环境 …… (29)
2.1 法律的渊源及比较 …… (30)
2.2 法律与外部融资环境关系的国际比较 …… (36)
2.3 法律制度对资本市场的作用机理 …… (49)
2.4 本章小结 …… (56)

第 3 章

法律制度与企业资本结构 …… (58)

3.1 发达国家资本结构的比较与趋势…… (58)

3.2 发展中国家资本结构的比较与趋势…… (69)

3.3 法律制度对企业资本结构的影响机制…… (74)

3.4 本章小结…… (76)

第 4 章

法律制度与公司股权治理 …… (78)

4.1 投资者法律保护、掠夺和股权集中度…… (79)

4.2 公司治理机制的国际比较…… (90)

4.3 公司治理发展的新趋势 …… (100)

4.4 本章小结 …… (107)

第 5 章

企业财务行为的博弈过程与资本结构效应…… (109)

5.1 委托代理矛盾与行为特征 …… (109)

5.2 企业融资行为的博弈过程与资本结构效应 …… (112)

5.3 企业投资行为的博弈过程与资本结构效应 …… (117)

5.4 代理矛盾下的股利政策模型 …… (130)

5.5 本章小结 …… (134)

第 6 章

中国国有企业资本结构分析…… (137)

6.1 中国国有企业资本结构的现状分析 …… (137)

6.2 国有企业的资本结构形成的制度背景 …… (141)

6.3 国有企业的目标函数异化与行为异化 …… (147)

6.4 国有企业资本结构形成机理的模型分析 …… (151)

6.5 国有企业资本结构改革的制度基础 …… (155)

6.6 本章小结 …… (161)
第 7 章
中国上市公司资本结构分析 …… (163)
7.1 中国上市公司资本结构与财务行为的统计分析 …… (163)
7.2 中国上市公司资本结构决定因素的回归分析 …… (174)
7.3 中国上市公司财务行为的解释 …… (184)
7.4 本章小结 …… (186)
第 8 章
中国上市公司股权治理分析 …… (189)
8.1 中国上市公司股权治理现状 …… (190)
8.2 股权结构与企业绩效关系的实证分析 …… (197)
8.3 中国上市公司股权治理结构的改革 …… (203)
8.4 中国上市公司投资者保护的法律环境与改革 …… (207)
8.5 本章小结 …… (217)
第 9 章
结论 …… (219)
参考文献 …… (226)
后记 …… (245)

第 1 章

导　论

1.1　问题的提出

公司利用发行股票或保留盈余等方式筹集的资金，是权益资金，代表了股东对公司的所有权；公司利用发行债券、银行借款等方式筹集的资金，是债务资金，代表了债权人对公司的债权。公司资本结构（capital structure）是指公司的负债资金与权益资金的价值比率，其度量标准负债率也可以用杠杆率来描述。资本结构理论是公司财务理论中一个十分重要而复杂的问题。西方资本结构理论研究的目的在于从理论上解释公司选择某一特定资本结构的主要原因，揭示公司资本结构与市场价值及其管理行为的内在关系，为公司资本结构决策和投融资决策提供理论基础和指导。

自从西方资本结构理论中的 MM 无关性理论（Modigliani 和 Miller，1958）提出后，近半个世纪过去了，人们始终没有停止过对所谓“资本结构之谜”问题的研究。经济学家们试图从不同的角度或不同的侧面对企业资本结构的形成机理加以解释。由

此形成了不同流派的资本结构理论，如研究债务税蔽收益与债务导致的财务困境成本之间关系的权衡理论（Robicheck 和 Myers，1966）；考虑了个人所得税的米勒市场均衡模型（Miller，1976）；由于经营者和外部投资者对企业及其投资项目所掌握的信息不对称，而影响经营者融资选择行为的优序融资理论（Myers 和 Majluf，1984）；在债务代理成本与股权代理成本的权衡下以总代理成本最低寻找最优资本结构的代理成本说（Jensen 和 Meckling，1976），等等。这些理论都十分具有影响力，但在试图解释特定对象的企业资本结构时，却产生这样一些问题：

（1）曾经比较流行的“银行导向”与“市场导向”的金融体系差异，一度解释了日本、德国企业资本结构和治理机制与英美国家之间的差异。但是，我们知道，法国的银行系统和市场系统都不太发达；而在日本，事实上，银行系统和金融市场系统都很发达。那么用“银行导向”和“市场导向”来分类和解释企业资本结构的形成机制，是不是缺乏普遍的解释力和足够的说服力？另外，世界各国企业资本结构和治理机制为什么会出现趋同的现象（Rajan 和 Zingales，1995，Coffee，1999）？是不是存在比金融系统更广泛的法律制度因素在对金融系统本身以及企业的资本结构和治理机制起一定的引导或决定作用？

（2）为什么西方资本结构理论缺乏普遍的解释力？不同国家之间的杠杆率是如此不同，资本结构理论能够解释某一个国家企业资本结构形成机制却不能解释另一个国家。例如，优序融资理论认为，经营者在进行融资选择时，首选的是内源融资，其次是债务融资，最后才是股票融资。而在中国，众所周知，几乎所有的企业都会首选股票融资来获取资金。其内在动因的差别是什么？是不是存在一些宏观法律制度因素导致不同国家企业经营者融资动因的差异？是不是可以认为这些制度因素也是决定企业资本结构的内生变量？

(3) 为什么西方资本结构理论缺乏持久的解释力？一个国家不同历史时期企业的杠杆率存在普遍的时代差异，资本结构理论在解释某一个历史时期的企业资本结构时，却不能解释另一个历史时期的企业资本结构。例如西方资本结构理论中盛行一时的权衡理论，由于美国税法的变革，而顷刻之间失去了其应有的解释力，从而不得不寻找新的内在动因和理论依据来解释资本结构。法律制度的变迁是否导致企业资本结构决策内在动因的变化。

(4) 就中国的国有企业而言，其高负债的形成显然不是企业经营者市场行为的结果。那么，中国国有企业资本结构的形成机理是什么？政府的宏观政策制度对其起着怎样的作用？政府“优化资本结构”等措施将起到怎样的政策效果？政府应该如何从宏观上构架优化企业资本结构的外在法律制度环境？

(5) 就中国的上市公司而言，其财务行为与公司治理机制何以与西方国家存在巨大的差异？其内在动因的差异是什么？是什么导致中国上市公司大肆配股、增发，无限制地融措投资者的股权资金，又不给投资者以应有的回报？应该构建一种怎样的法律制度环境，才能使上市公司的各种利益主体得以在一个公平的地位上进行市场力量的均衡博弈？

本书试图针对以上问题系统研究资本结构的形成机制，以便对资本结构之谜做出更广泛的解释。

1.2 资本结构理论的历史回顾

1.2.1 MM 定理

MM 理论是由美国著名财务管理学家 Modigliani 和 Miller 于

此为试读，需要完整PDF请访问：www.ertongbook.com