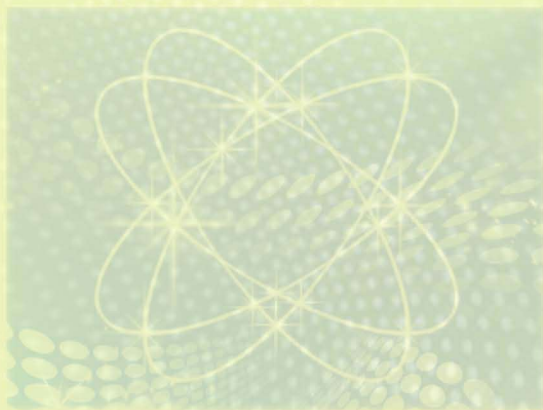


中国上市公司资本结构 与公司价值研究



前 言

自 20 世纪 50 年代 MM 定理以来，资本结构理论沿着三个方向展开，公司资本结构是否影响公司价值；最优资本结构是否存在；影响资本结构的因素是什么。实质上，这三个方向的根本出发点都是资本结构是否影响公司价值或者说公司价值是否与资本结构有关，其中，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。在 MM 之后，掀起了一场“公司价值是否与资本结构有关”的大论战，传统资本结构理论学派和现代资本结构理论学派激烈争辩，水火不容。在这场大论战之后，相继出现了资本结构的委托代理理论、信号传递理论和控制权理论等，虽然这些理论研究的视角不同，但关于资本结构影响公司价值的观点已成定论。

随着资本结构理论的发展，人们逐渐发现，资本结构不仅仅是一个静态的现金流分配问题，背后还隐藏着控制权的拥有和执行问题。构成资本结构的股本和债务不仅仅是企业重要的融资工具，也是非常重要的控制权基础和治理工具，两者之间特定的比例及构成，就会形成特定的控制权结构和公司治理机制。如果公司的资本结构不合理，就会影响公司的控制权安排和治理效率，引起公司价值下降，公司价值的下降将会直接导致资本结构的动态变化——公司控制权的转移，控制权转移的结果将通过重新配置资本结构和控制权，从而对公司价值产生影响。

本书将资本结构与公司价值研究作为主题，主要解决一个重要问题：静态资本结构与动态资本结构对公司价值产生的影响是怎样

的？

国内学者对资本结构的研究较多，多数注重狭义和静态的资本结构研究，本书则从广义的资本结构入手，将股权结构、债务结构以及两者的共同作用对公司价值的影响纳入一个统一的分析框架，先从静态分析股权结构、债务结构以及两者的共同作用对公司价值的影响机理，接着选取中国上市公司数据实证检验静态的资本结构对公司价值的影响结果，然后借助资本结构的动态概念，从控制权转移角度分析资本结构动态变化对公司价值的影响机理，之后又选取中国上市公司数据实证检验动态的资本结构对公司价值的影响结果。

通过静态的资本结构与公司价值的理论分析发现，不同的股权持有主体和不同的股权集中度、不同的债务结构和债务期限对公司价值的影响不同；机构持股和管理者股权对公司价值的影响存在多种效应；与股权高度集中和高度分散相比，适度集中的股权结构可能更有利于公司价值的提高；银行负债比公司债券的监督约束能力更强，短期负债主要通过监督效应增加公司价值，长期负债主要通过避税效应增加公司价值；股权结构与债务结构共同作用对公司价值影响的决策模型显示两者存在互补作用，集中的股权结构与集中的债务结构相联系，分散的股权结构与分散的债务结构相联系，强的股权约束与强的债务约束相联系。

在静态的资本结构影响公司价值的理论分析之后，选取中国上市公司 2003—2006 年的全样本数据来检验静态资本结构对公司价值的影响。结果发现：目前的国有股比例过高，不利于公司价值的提升；适度集中的法人股比例有利于公司价值的提升；流通股对公司价值的作用并不显著；管理者股权存在利益趋同效应和防御效应，目前的管理者持股比例过低，离有效激励的管理者股权比例相差甚远；第一大股东持股比例与公司价值之间存在显著的区间效应，适度集中的股权结构有利于公司价值的提高；资产负债率与公司价值呈现显著的非线性关系，存在转折点；长期负债与短期负债

相比，在发挥监督约束管理者、提高公司价值方面更加有利；公司债务与股权集中度显著负相关，两者之间不存在互补作用；负债与国有股的共同作用对公司价值的影响为负，负债与流通股的共同作用对公司价值的影响为正；公司规模对公司价值有正的影响，资本成本对公司价值有负的影响。

动态的资本结构与公司价值的理论分析以上市公司控制权转移为例，得出控制权转移后公司价值得到明显改善；有偿转让的控制权转移方式在改善公司价值方面优于无偿划拨方式；而控制权部分转移在改善公司价值方面与全部转移无显著差异；新控股方为不同股权性质（国有股和法人股）在改善公司价值方面也没有显著差异。

在动态的资本结构影响公司价值的理论分析之后，选取中国上市公司 2004—2006 年发生控制权转移的样本数据来检验动态资本结构对公司价值的影响。结果发现：在控制权转移后公司的主营业务能力有了明显提高，控制权有偿转让和全部转移更加有利于公司净资产收益率的提高；整个控制权转移过程显示，上市公司的净资产收益率（ ROE ）变化最为敏感，托宾 Q （ TQ ）存在很大的不稳定性，而主营业务资产收益率（ CROA ）表现比较稳定，是一个不错的衡量指标。

在理论分析和实证分析之后，结合我国的实际情况，提出应该构建合理的股权结构和债务结构，降低国有股比例，加快股票全流通，构建适度集中的法人股控股的股权结构，完善信贷市场，充分发挥负债的杠杆作用，提高公司的资产负债率转折点，加强股权治理和债务治理共同作用，合理促进资本结构的动态优化，对公司价值较低、经营效率低下的企业进行并购重组或者退市，并购中应更多的使用控制权有偿转让和全部转让方式，提高我国上市公司的主营业务能力和净资产收益率。

目 录

前 言	(001)
第 1 章 绪 论	(001)
1.1 选题的意义	(001)
1.2 核心概念界定	(003)
1.3 研究思路与框架	(09)
1.4 创新点	(012)
第 2 章 资本结构理论综述	(014)
2.1 传统资本结构理论	(014)
2.2 现代资本结构理论	(016)
2.3 后现代资本结构理论	(024)
2.4 本章小结	(034)
第 3 章 静态资本结构与公司价值理论分析	(035)
3.1 股权结构与公司价值	(035)
3.2 债务结构与公司价值	(049)
3.3 股权结构与债务结构的共同作用与公司价值	(059)
3.4 本章小结	(066)
第 4 章 静态资本结构与公司价值实证分析	(068)

4.1	样本选择及变量统计	(068)	
4.2	股权结构对公司价值的影响	(081)	
4.3	债务结构对公司价值的影响	(98)	
4.4	股权结构与债务结构的共同作用对公司价值的影响	(103)	
4.5	本章小结	(107)	
 第 5 章 动态资本结构与公司价值理论分析			
	——以上市公司控制权转移为例	(109)	
5.1	控制权转移与公司价值	(110)	
5.2	不同控制权转移方式与公司价值	(117)	
5.3	不同控制权转移程度与公司价值	(125)	
5.4	新控股方不同股权性质与公司价值	(133)	
5.5	本章小结	(146)	
 第 6 章 动态资本结构与公司价值实证分析			
	——以上市公司控制权转移为例	(148)	
6.1	研究假设与样本选择	(148)	
6.2	控制权转移前后公司价值的差异检验	(154)	
6.3	不同控制权转移方式对公司价值的影响	(168)	
6.4	不同控制权转移程度对公司价值的影响	(173)	
6.5	新控股方不同股权性质对公司价值的影响	(178)	
6.6	本章小结	(181)	
 第 7 章 结论与研究展望			(183)
7.1	主要结论	(183)	
7.2	政策建议	(185)	
7.3	研究不足及未来展望	(186)	

参考文献 (187)

后 记 (204)

第1章 绪 论

资本结构是企业在筹集资金的过程中所作的融资决策行为，它自 20 世纪 50 年代开始进入主流经济学的研究视野后就一直是学术界研究的热点问题之一。

1.1 选题的意义

企业最古老和最重要的问题就是如何筹集投资所需的资金以及如何运用投资资金。1958 年 Modigliani 和 Miller 提出的 MM 定理再次击中该问题的核心：什么因素决定了企业如何获得投资所需要的资金，投资资金是如何运作的，以及给定投资决策，一个企业能否通过改变资本结构来改变其价值及资金成本，即是否存在一个使企业市场价值达到最大化，或者使企业资本成本最小化的资本结构。这个问题也被称为“资本结构”问题。自此之后，资本结构理论便沿着三个方向而展开，公司资本结构是否影响公司价值；最优资本结构是否存在；影响资本结构的因素是什么。可以看出，这三个方向的根本出发点都是资本结构是否影响公司价值或者说公司价值是否与资本结构有关。在 20 世纪 60 年代“公司价值是否与资本结构有关”的大论战中，传统资本结构理论学派和现代资本结构理论学派激烈争辩，水火不容。尤其是与前两个方向有关的问题，理论界争论更加激烈。关于最优资本结构的存在性颇有争议，资本结

构与公司所处的经济环境、所在行业的行业特征和公司自身的异质性有关，不能一概而论；而资本结构是否影响公司价值则经过近半个世纪的争论，基本已成定论。在这场大论战之后，相继出现了资本结构的委托代理理论、信号传递理论和控制权理论等。虽然这些理论研究的视角不同，但始终都没有离开资本结构影响公司价值的主线。

随着资本结构理论的发展，人们（Jensen & Meckling, 1976）逐渐发现，资本结构不仅仅是一个静态的现金流分配问题，背后还隐藏着控制权的拥有和执行问题。经营收益的分配不仅仅是按资本出资比例执行，还要看谁掌握控制权，谁拥有决定如何分配的权利，谁拥有修改契约的权利。这些问题比简单的资本收益分配问题更重要，因为这些因素很大程度上影响着可分配收益的多少，以及是否能够达到资本收益的最大化。因此，构成资本结构的股本和债务不仅仅是企业重要的融资工具，也是非常重要的控制权基础和治理工具，两者之间特定的比例及构成，就会形成特定的控制权结构和公司治理机制。如果公司的资本结构不合理，就会影响公司的控制权安排和治理效率，引起公司价值下降，公司价值的下降将会直接导致资本结构的动态变化——公司控制权的转移，控制权转移的结果将通过重新配置资本结构和控制权，从而对公司价值产生影响。

目前我国资本市场正处在发展的关键阶段，将上市公司资本结构与公司价值作为研究主题，不仅具有重要的理论价值，而且具有很强的现实意义。涉及控制权的资本结构不再是一个静态概念，其动态调整过程也不仅仅是一个简单的财务问题，更是一种控制权配置和优化问题，这将大大影响公司的价值。该问题的研究又回归到资本结构研究的核心：动态的资本结构变化是否影响公司价值，影响结果如何？

本书将资本结构与公司价值研究作为主题，并试图沿着资本结构理论的核心继续深入：不仅仅是静态的资本结构，还有动态的资

本结构对公司价值的影响机理是什么，现实中的影响结果又是怎样的？

1.2 核心概念界定

本书的研究对象界定为中国上市公司，涉及两个核心概念：资本结构和公司价值。

1.2.1 资本结构

本书的资本结构是指广义的资本结构，是一个公司（Firm）持有的各种债务与股权资本的混合（Mix），是短期债务、长期债务与所有者权益的相对比例，具体表现为股权结构、债务结构以及股权与债务的相对比例结构。与大多数研究不同的是，本书的资本结构不仅包括负债权益比，还包括股权结构与债务结构。

1.2.1.1 股权结构

一个股份公司是由不同的股东持有不同比例的股份组合而成的现代企业组织，股权结构就是股份公司总股本中不同性质的股份所占的比例及其相互关系。股权结构可以从两方面来考察：一方面它有质的规定性，即考察持股主体（股东）的类型及其构成与持股比例；另一方面它有量的规定性，即考察公司股份分布的集中或分散状况。简单的定义，可以认为股权结构是由不同性质的股东及其持股比例构成的企业股权的分布状态。具体有以下几个重要概念：

（1）股东类型。股东类型的划分可以有多种角度。从国际上看，根据持股主体性质一般划分为个人投资者、机构投资者和公共部门（包括政府及其代理人）几种类型。机构投资者一般是指以社会投资人的专业代理投资者的身份持有股份的主体。这类持股主体很多，美国学者布莱尔认为，机构投资股东包括共同基金、养老基金、投资公司、私人信托机构和捐赠的基金组织、银行和储蓄机

构、保险公司等。国内学者对机构投资者概念的界定基本相同。有的学者将机构投资者归纳为四类：保险公司、养老基金、投资公司和其他形式的机构（姚兴涛，2000年）。

在我国，由于先前存在着股票市场分割的特殊问题，众多学者对股权结构的研究^①通常根据股份是否能够流通分为流通股和非流通股，或根据持股主体分为国有股、法人股、公众股和境外投资者股票四种类型。而随着股权分置改革的进行和股票的全流通，这种对国家股、法人股和公众持股的划分方法已经没有什么意义。后文的理论分析遵从 Jensen & Meckling 的分类方法，将股东分为内部股东（管理者股东）和外部股东（法人机构股东和个人股东）。内部股东是指参与公司管理、拥有投票权的股东，即持有公司投票权股份的管理者；外部股东是指不参与公司管理、没有投票权的外部股东。而书中的实证分析由于受到我国上市公司数据的限制，依旧采用国有股、法人股、社会公众股的分类方法进行实证检验。

（2）第一大股东持股比例，即公司第一大股东持有公司股权的比例。以往的研究在结合第一个大股东持股比例的基础上，将持股主体分为控股股东和非控股股东。控股是指股东的持股比例足够大，它能对股东大会和董事会的决议发挥决定性影响。控股又有绝对控股和相对控股之分。绝对控股是指第一大股东所持有的股份占 51% 及以上。这样，该大股东就能对股东大会各项决议的形成发挥决定性影响。^② 相对控股是指第一大股东持股比例低于 51%，能对

① 2005 年之前的研究基本上都是按照这种划分方法，诸如何浚（1997）、许小年和王燕（1997）、孙永祥（1999）、张红军（2000）、陈小悦和徐晓东（2001）、王斌和袁琳（2002）等。

② 当然，从理论上严格地讲，51% 的股权有时还不能完全保证大股东的意志能充分的实现。比如，在大股东所持有股份低于 67%（即 $2/3$ ）时，如果其他所有股东全部到会（或委托其他股东投票）且全部投与第一大股东的意愿相反的票，此时，需要至少 $2/3$ 的表决权才能通过的重要决议就不能获得通过。不过，目前对于一个有成千上万中小股东的公众公司来说，全部股东到会或全部委托他人投票是不可能的。因此，只要大股东持有的股份大于 51%，它实际上就完全掌握了控股权。

股东大会、董事会产生相当大的影响力，但并不是具有绝对控制的影响力。相对控股的控制力度根据股东持股比例范围而定，它是一种不十分确定的控股状态。影响相对控股的强弱程度有两个因素：一是相对控股股东的持股比例；二是股权在其他大股东的分布状态。在第二个因素既定的条件下，第一大股东持股比例越高，持股力度越强；在第一个因素既定的条件下，股权在其他大股东的集中程度越高，第一大股东的控股力度越弱。反过来说，股权在其他大股东中越分散，则第一大股东的相对控股力度就越强。

(3) 股权集中度，即股东所持公司股份的比例及其相互关系。由于上市公司股东数量众多，因此研究所有股东的持股比例及其相互关系既缺乏可能性也无必要性。目前，中外学者多用另一种方式表示股权集中度：即前几位大股东所持股权的比例和其相互关系。从这个意义上讲，股权结构分为三种类型：一是股权高度集中，绝对控股股东一般拥有公司股份的50%以上，对公司拥有绝对控制权；二是股权高度分散，公司没有大股东，所有权与经营权基本完全分离、单个股东所持股份的比例在20%以下；三是公司拥有较大的相对控股股东，同时还拥有其他大股东，所持股份比例在20%~50%之间。

1.2.1.2 债务结构

本书主要考察两种含义的债务结构——债务的所有者结构和债务期限结构。

(1) 债务的所有者结构。按照负债资本的来源，债务所有者结构可以分为公开负债 (publicdebt) 和非公开负债 (privatedebt)。公开负债指的是可以公开交易的各类公司债券。非公开负债指的是银行和非银行金融机构提供的贷款等不能公开交易的负债。在研究负债的监督激励效应时，理论界将注意力集中在公司债券和银行负债两方面。本书主要研究银行和公司债券的治理效应。一般来讲，相比公司债券，银行有更强的监督控制能力、修改合同监督执行的能力，能更加有效的规避债务融资中的逆向选择和道德风险问题，

提高公司价值。

(2) 债务期限结构。债务期限结构是指公司债务中长期负债和短期负债之间的比例关系。其中,长期负债指债务期限(即债务存续期)大于一年的负债。短期负债是指债务期限小于一年的负债。债务期限越长,由于未来还本付息的不确定性和风险大,债权人要求的利率越高。公司通过债务融资时,如果遵循债务期限与项目的生命周期相匹配的原则,可以降低债务融资成本,提高公司价值。

一系列研究表明,期限不同的负债以不同的方式影响公司价值。长期负债与短期负债影响公司价值的重要区别在于他们影响公司价值的机制和渠道不同。短期负债以其强有力的监督控制机制,减少股东从事风险项目投资、增加公司经营风险的行为,进而降低资产替代效应和代理成本以提高公司价值。长期负债由于利率很高,节约税收的效果好,主要通过避税效应提高公司价值。

对于债务的期限结构,本书用长期负债率和短期负债率来表示。长期负债率=长期负债合计/资产总计;短期负债率=流动负债合计/资产总计。

1.2.1.3 负债权益比

负债权益比即负债水平,经常用资产负债率来表示,资产负债率=总负债/总资产,即资产负债率=负债合计/资产总计。另外,还可以直接用负债和股东权益两者之间的比例来表示负债权益比,即负债权益比例=负债总计/所有者权益。

本书的负债权益比用资产负债率来表示。

1.2.2 公司价值

公司价值又称企业价值,是指企业给企业所有者带来的现在和未来的效益总量,或说是企业在其未来经营期限内为投资者所创造的现金流量的现值之和。简而言之,公司价值就是企业未来现金流

的贴现值。

公司价值最初由 Modigliani 和 Miller (1958) 提出, 尽管他们没有明确说明, 但后来的一系列研究可以看出, MM 定理中的公司价值指的是公司市场价值。公司市场价值由公司股票的市场价值和公司债券的市场价值两部分组成。在市场完全有效的情况下, 公司股票价格和债券价格能够正确的反映所有相关信息, 这时公司市场价值等于公司价值。但由于现实中市场的非完全有效性, 公司市场价值与公司价值之间存在偏差, 因此实际操作中的公司价值常常用代理变量来表示, 常用的有财务绩效指标、市场价值指标和经济附加值指标, 然而诸多代理指标也由于各自的缺陷受到众多学者的质疑, 本书提出了一定的处理方法。

1.2.2.1 财务绩效指标

国内文献多数是以资产收益率 (ROA)、净资产收益率 (ROE)、每股收益 (EPS)、主营业务资产收益率 (CROA) 等财务绩效指标作为公司价值的代理变量。这类指标体现的是公司的历史价值, 不能预期公司的未来价值和市场价值。而且有些指标带有很大的为人为操控性, 诸如净资产收益率, 许多上市公司为了达到增发、配股以及避免 ST 的目的, 对 ROE 进行盈余管理的现象十分严重。

1.2.2.2 市场价值指标

西方学者多用托宾 Q (Tobin Q, 简写为 TQ) 衡量公司价值 (Demsetz, 1985; Morck, 1988; McConaughy, 1998)。 TQ 被定义为公司市场价值与资产重置成本的比率。公司市场价值一般等于它的普通股、债券和优先股价值的总和。与会计报酬率相比较, TQ 衡量公司价值有以下几个优点: ① TQ 的分子, 即公司的市场价值, 反映了公司预期的未来利润; 而会计报酬率却是测量了公司过去的利润水平。②公司的市场价值也受到预期利润方差的影响, 因此 TQ 包含了对风险的自动调整。③因为 TQ 的分母重置价值不是账面价值, 所以 TQ 对通货膨胀不像会计

报酬率一样敏感。Friend, I. 和 L. H. P. Lang (1988) 认为, 在经验研究中, ④TQ⑤ 是一个重要的公司价值和公司业绩的代理变量。

如果市场完全有效, 则 ④TQ⑤ 能准确的反映公司的市场价值和公司价值, 然而我国的股票市场存在诸多缺陷, 使得我国学者在计算 ④TQ⑤ 时只能使用替代方法^①, 如此得出的 ④TQ⑤ 与真实有效的 ④TQ⑤ 必然差距甚远。

1. 2. 2. 3 经济附加值

经济附加值 (Economic Value Added, 简称为 EVA), 又称为经济增加值, 也称为经济利润, 是指公司的经营所得扣除支付的全部成本 (包括机会成本) 之后剩余的部分。传统的会计利润是指经营所得扣除全部实际投入成本 (不包括机会成本) 的剩余值。显然, 计算公司价值是否考虑机会成本, 成为 EVA^② 和传统财务价值指标实质性的区别。

尽管会计指标可以反映公司的盈利能力和成长能力, 但是 Stewart 声称, 通过考虑所使用的资本成本以及对会计原则的更加合理的调整, EVA 指标能够比会计指标更好地反映企业的盈利能力。同时, EVA 将某些在会计上列为费用而实际上具有资本性支出特征的开支不列为费用, 如将商誉、研发费用等予以资本化。在现代经济中, 知识边际收益递增的影响越来越大, 这些包含大量的知识投入的资本能够在很大程度上增强企业在未来持续增长的潜力, 因此 EVA 指标也反映了企业的成长性。从这些方面看, EVA

① 由于我国证券市场的特殊性, 对于托宾 Q 的计算, 只能采用替代方法。其中未流通股市值的处理方法成为争论的焦点, 对于未流通股市值的处理方法, 目前主要有两种: (1) 未流通股市值 = 未流通股股数 * 每股净资产, 这种方法比较通用, 本书即采用此方法; (2) 未流通股市值 = 未流通股数 * 流通股股价 * 一定的折价比。对于折价比的确定目前争论较多, 诸如宋敏等的论文《股权结构的陷阱》(南开管理评论, 2004 年第一期) 将折价系数定为 0.7; 白重恩等《中国上市公司治理结构的实证研究》(经济研究, 2005 第二期) 将折价比设定在 0.7793-0.8559 之间。对于重置成本也多是采用账面价值的替代方法。

② 经济附加值 (EVA) 最早是由美国学者 Stewart 和 Stern 提出的。

是比会计指标更好的评价公司价值的指标。

但是由于 EVA 指标调整项目的繁杂,国内多数文献都是运用替代方法,这使得该指标的真实性受到疑问。

1.2.2.4 公司价值的综合衡量指标

由于上述诸多公司价值代理指标存在各自的优点与缺点,最好的公司价值指标是能够全面反映公司的状况,然而如果运用多指标来分析则不利于比较公司之间的综合价值。

为了克服这个缺陷,在静态资本结构与公司价值的实证分析中,采用了因子分析法,对多个代理指标进行降维,并根据主成分分析的结果计算因子综合值来衡量公司价值。另外,在动态资本结构与公司价值的实证分析中则将有代表性的净资产收益率、主营业务资产收益率和托宾 Q 作为公司价值拓展性检验的变量。

1.3 研究思路与框架

本书是从广义的资本结构概念入手,建立一个综合的分析框架来认识和把握资本结构与公司价值的关系,从静态资本结构和动态资本结构两个角度分析对公司价值的影响机理,并借助中国上市公司的数据,通过建立模型,实证检验静态和动态资本结构对公司价值的影响结果。具体研究思路如下:先从广义的静态资本结构切入,理论分析股权结构、债务结构以及两者的共同作用对公司价值的影响机理;接着选取中国上市公司 2003—2006 年的全部样本数据,分析静态的资本结构对公司价值的影响结果,用以检验静态理论分析的观点;然后从资本结构的动态变化——以上市公司控制权转移为例——切入,理论分析控制权转移、控制权转移方式、控制权转移程度和控制权转移后新控股方的股权性质对公司价值影响的差异程度;接着再选取中国上市公司 2004—2006 年发生控制权转移的样本数据,分析动态的资本结构对公司价值的影响,用以检验

动态理论分析的推论；最后得出本书的结论，提出相关的建议。

本书结构框架如图 1-1 所示。

本书共分七章进行论述，具体安排如下：

第一章阐述选题的意义、研究思路和结构框架，并界定了本书的主要概念，总结了本书的创新点。

第二章按照资本结构与公司价值的关系这一主线，对国内外有关资本结构理论进行了综述，并加以评述，引出本书研究将以资本结构对公司价值的影响为研究重点。

第三章理论分析静态资本结构对公司价值的影响，从资本结构的广义概念（股权结构和债务结构）出发，将资本结构细分为股权的所有者结构、股权集中度、债务的所有者结构、债务期限结构来分析对公司价值的影响，最后分析股权结构与债务结构的共同作用对公司价值的影响。

第四章实证分析静态资本结构对公司价值的影响，运用中国深、沪 A 股上市公司 2003—2006 年的数据共 3388 个样本，从股权的所有者结构、股权集中度、负债水平、债务期限结构以及股权与债务共同作用五个方面分析资本结构对公司价值的影响。

第五章理论分析动态资本结构对公司价值的影响，从资本结构动态变化的一个角度——控制权转移入手，分析控制权转移、控制权转移方式、控制权转移程度、控制权转移后新控股方的股权性质对公司价值的影响差异，并得出本书的推论。

第六章实证分析动态资本结构对公司价值的影响，以上市公司控制权转移为例，选取上市公司在 2004—2006 发生控制权转移的有效样本 105 个，从控制权转移前后、控制权转移方式、控制权转移程度、控制权转移后新控股方股权性质等多个角度研究对公司价值的影响。

第七章总结。得出主要结论，并提出相关的政策建议，以及对未来研究的展望。