

211

西南财经大学“十五”“211工程”建设项目

赵德武 等著

资本市场与 公司财务有关问题的 理论分析与实证研究

ZIBEN SHICHANG YU
GONGSI CAIWU YOUGUAN WENXIAN DE
LILUN FENXI YU SHIZHENG YANJIU

西南财经大学出版社

211

西南财经大学“十五”“211工程”建设项目

赵德武 等著

资本市场与 公司财务有关问题的 理论分析与实证研究

ZIBEN SHICHANG YU
GONGSI CAIWU YOUGUAN WENTI DE
LILUN FENXI YU SHIZHENG YANJIU

西南财经大学出版社

图书在版编目(CIP)数据

资本市场与公司财务有关问题的理论分析与实证研究/赵德武等著. —成都:西南财经大学出版社,2006.6

ISBN 7-81088-512-X

I. 资... II. 赵... III. ①资本市场—文集②公司—财务管理—文集
IV. ①F830.9-53②F276.6-53

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2006)第 046092 号

资本市场与公司财务有关问题的理论分析与实证研究

赵德武 等著

责任印制:杨斌

责任编辑:王利

封面设计:杨红鹰

出版发行:	西南财经大学出版社(四川省成都市光华村街 55 号)
网 址:	http://www.xcpress.net
电子邮件:	xcpress@mail.sc.cninfo.net
邮政编码:	610074
电 话:	028-87353785 87352368
印 刷:	成都市书林印刷厂
成品尺寸:	170mm×240mm
印 张:	15.75
字 数:	300 千字
版 次:	2006 年 6 月第 1 版
印 次:	2006 年 6 月第 1 次印刷
印 数:	1—3000 册
书 号:	ISBN 7-81088-512-X/F·442
定 价:	28.80 元

1. 如有印刷、装订等差错,可向本社营销部调换。
2. 版权所有,翻印必究。

资本市场与公司财务： 我们的思考和努力

(代序)

(一)

“资本市场与公司财务”是西南财经大学“十五”“211工程”建设的子项目，也是教育部普通高等学校“优秀青年教师奖”(2002—2006)的一个子项目。

项目的建设目标是：第一，培养高层次人才。从1999年起，我们设立了“资本市场与公司财务”博士生研究方向，探索该方向博士生培养的目标、模式和途径，探索博士生开展创造性研究的有效形式，探索研究成果的转化、推广与应用问题，以便在学科交融中凝炼研究方向的特色，在理论和实践的结合上实现创新。第二，开展创新性研究。我们试图围绕中国资本市场，坚持规范研究与实证研究相结合，运用经济学、社会学、伦理学等多学科的理论和方法，阐释资本市场下公司财务与会计的重大理论与实践问题，探索为经济建设和社会发展服务的有效形式，以此促进我国资本市场与公司财务的发展与创新。第三，形成教学科研团队。我们试图以“资本市场与公司财务”这个建设项目为纽带，聚集教学科研力量，形成以中青年教师和博士生为群体的教学科研创新团队。

经过五年努力，项目建设取得了初步的成果。我们先后承担了教育部人文社会科学重点研究基地重大项目《基于衍生金融工具的公司投融资研究》(02JAZJD790027)；教育部人文社会科学“十五”规划第一批研究项目《中国高科技上市公司财务机制、机理及控制分析》(01JA630004)；财政部重点科研项目《保险会计研究》。同时还取得了一批教学成果，包括：“传承历史，求新图强，打造财务管理精品课程”荣获国家级教学成果二等奖(2005)；“财务管理”课程荣获国家级精品课程(2004)和四川省精品课程(2003)；“转变观念，创新教法，打造财务管理精品课程”荣获四川省教学成果一等奖(2004)；主编了教育部面向21世纪课程教材《财务管理》；主编的西南财经大学“211工程”规划教材《会计学》荣获教育部优秀教材二等奖。此外，还研究开发了教育部新世纪网络课程建设工程——财务管理网络课程(2003)。

(二)

资本市场与公司财务是一个涉及经济学、管理学、资本市场、财务、会计等多学科相互渗透、相互交叉的研究领域,在资本市场深入发展的今天,这个领域充满生机,富有活力,极具挑战性。然而,对这个领域的研究者来说,改进研究范式、进入主流范式无疑是当务之急。

关于范式的问题,林毅夫先生八年前在《经济研究》中就曾谈到。林先生讲,在方法论的意义上,范式指的是某学科内被一批学者和应用者所共同接受、使用并作为交流思想的工具的一套概念体系和分析方法。在一个学科内可能存在两种以上的范式,分别被不同的学者所遵从、所使用。在一定时期内,由于历史的和现实的原因,总是存在着某种被多数学者所使用的概念和方法,这就是主导范式。在林先生之前,库恩在其享誉世界的《科学革命的结构》(1962)中就一针见血地指出:范式的危机、破裂与演变是科学发展的重要环节和集中体现。在库恩看来,科学革命的实质就是“范式转换”,是排挤掉“不可通约”的原有范式。财务学革命又何尝不是范式的革命呢?

现实摆在那里,不管人们是否承认:中国财务学研究在很大程度上还受着传统范式的束缚。一方面,人们试图改造原有的范式使之能够适用于对新问题进行分析;另一方面,又试图学习和借鉴新的理论和方法,但自己的理论基础和分析方法还没有摆脱旧范式的局限,甚至还在旧的范式中探讨新问题。因此,中国财务学者有必要对旧的范式进行反思甚至批判,以便更好地发展我们的财务研究。

中国财务学者首先是财务学者,因此,他们应当运用公认的范式、科学的方法独立地解释中国的财务问题,而不是落在一个狭隘的圈子里,更不是以制度内生的利益主体角度发表见解。只有建立在公认范式基础上的财务学才可能有交流的共同语言和思想激荡的平台。如果我们的财务学者片面强调制度的特殊性,以此来掩盖不能用公认的范式、通用的方法解释经济现象包括制度变迁的窘迫,那么,他们的研究就需要一个方法论上的普罗米修斯。当然,没有人会因此而付出哥白尼、伽利略那样的代价。

当然,范式的变革是一个艰难而痛苦的过程,人们对于驾轻就熟的旧范式总是抱有一种依恋的温情,对新范式的解释力却往往持怀疑态度。但我深信:婴孩会逐渐成长起来,成人会逐渐走向衰老。

(三)

博士是高等教育的终极学位。博士生的学术生活,一是学习,二是研究,主要是研究。做研究一定要创新,创新是博士生教育的灵魂。

作为一种创造性实践活动,科学研究有两种基本方式,一种是从已知到未知的研究方式,另一种是从未知到知、知之不多到知之较多的研究方式。无论哪种方式,

都需要研究者的创造性思维。

创造性思维是开拓人类认识新领域的思维活动。在思维领域内,思路、设想的独到、新颖;在前人认识基础上的新见解、新发现、新突破;认识过程中不拘泥于常规和结论,善于提出新方法,所有这些都是创造性思维活动的表现。

创造性思维是人类思维的高级过程,其主要特征是:创新性——不拘泥于传统的经验和方法,对已有理论持怀疑态度,并大胆设想新理论,倾向于发散思维、求异思维;多维性——从点到面、从面到体、点面并存、多路共补,侧向、逆向、立体思维相结合,更多地设想解决问题的方案;独特性——不仅善于求同更善于求异,以独到的见解让人赞叹,在理解概念时,能够将新思想同化到已有的概念中,并用新知识去改造旧概念;独立性——尊重权威而不迷信权威,尊重已有成果但不满足于已有成果,喜欢探索和发现问题,对已有成果总有自己的批判或评价;综合性——善于交叉联系、辩证分析和抽象概括。

博士生创造性思维的培养关键是培养两种能力:一是敏锐发现问题的能力。发现问题需要观察力、判断力和质疑。事物的联系和现象极其复杂,有重大建树的人其观察力往往很强。判断力对发现问题具有决定性作用。科学独创,贵在质疑,不善质疑不能见真理。二是设计和解决问题的能力。这是一个集类比、想像、灵感等多种形式于一体的创造过程。运用已有经验和方法解决类似的其他问题,是创造的重要手段。唐代诗人王维的“空山不见人,但闻人语响。返景入深林,复照青苔上”就是想像手法的表现。灵感能够使研究者对百思不得其解的问题突然找到解决方法,灵感在轻松愉快、无拘无束中产生,灵感来自长期的冥思苦想。

博士生开展创新性研究,除应具有创造性思维外,还要有敢于超越前人、超越权威、超越西方学术的勇气;要有全局性、战略性、前瞻性的学术视野,紧紧把握学术前沿;要注重学术积累和知识增长,在厚积上薄发,在积累中创新;要关注新兴学科、边缘交叉学科,注重跨学科综合研究;更要有客观唯实、追求真理的治学精神。

(四)

本书以专题形式,汇聚了我们这个团队近五年来在资本市场与公司财务领域的部分研究成果,后续研究成果还将陆续推出。

本书的内容分为两个部分。上篇是理论分析,包括:公司财务资源的配置与再配置;决策能力、风险偏好与风险资本;代理问题、融资契约与财务治理;公司财务预期行为及其形成机制;证券市场价格敏感性信息披露与监管;认购权证抑制公司再融资中的道德风险;公司治理结构比较。

下篇是实证研究,包括:上市公司资本配置效率的实证分析;上市公司募资变更行为与公司绩效;上市公司募资变更行为的事件研究;上市公司固定资产投资机理研究;企业无形资产与其未来业绩相关性研究;上市公司股权结构与公司业绩的关

系;上市公司发行可转换债券后的绩效变化趋势。

本书由建设项目负责人赵德武总体设计、总纂和定稿。全书共分14章,各章分工如下:第1章,赵德武;第2章,赵德武、马永强;第3章,张正国;第4章,唐国琼;第5章,赵德武、刘逖、张瑞彬、杨丹、邢精平;第6章,刘静;第7章,罗栋梁;第8章,赵德武、李志强;第9章,董屹;第10章,王雪;第11章,李志强;第12章,李志强;第13章,胡国柳、董屹;第14章,王一平。

上海证券交易所刘逖,深圳证券交易所邢精平、马永强,新疆证券公司张瑞彬加入了我们这个团队,并做了许多有益的工作,我们表示感谢!

总之,“资本市场与公司财务”项目建设尚远未完成。我们将围绕项目建设目标,以创新和质量为主题,持续推进人才培养、科学研究和进一步壮大研究团队,凝炼研究方向,形成特色鲜明的建设成果。

赵德武

2006年5月21日

MULU 目 录

代序

上篇 理论分析

- 1 公司财务资源的配置与再配置 / 3
 - 财务资源配置的目标、方式与效率 / 3
 - 融资中财务资源的配置 / 5
 - 投资中财务资源的配置 / 9
 - 资本重组是财务资源的一种再配置 / 11
 - 补充性结语 / 15
- 2 决策能力、风险偏好与风险资本 / 16
 - 引言 / 16
 - 市场效率、决策能力与风险偏好 / 17
 - 风险资本的形成、收益与性质 / 22
 - 研究结论及其进一步解释 / 25
- 3 代理问题、融资契约与财务治理 / 29
 - 融资契约与代理问题 / 29
 - 财务治理：一种契约治理 / 35
 - 融资契约的财务治理效应 / 37
 - 融资契约财务治理效应的实证分析：以美国公司为例 / 42
- 4 公司财务预期行为及其形成机制 / 46
 - 预期的性质及其理论发展 / 46
 - 理性经济人假设批判与财务预期的提出 / 50
 - 风险变量、信息传递与财务预期 / 52
 - 上市公司财务预期的形成机制 / 54
- 5 证券市场价格敏感性信息披露与监管 / 59
 - 引言 / 59

- 信息披露制度框架 / 61
- 信息披露制度 / 65
- 价格敏感性披露制度 / 71
- 我国现行的信息披露制度 / 78
- 信息披露监管制度 / 82
- 结论与政策建议 / 95

6 认股权证抑制公司再融资中的道德风险 / 100

- 股本权证:一种重要的衍生金融工具 / 100
- 我国上市公司再融资中的道德风险 / 103
- 激励机制解决道德风险 / 108
- 股本认股权证激励机制的内在逻辑 / 110
- 用股本权证抑制上市公司再融资中的道德风险 / 112

7 公司治理结构比较:一个时间序列 / 115

- 公司治理结构的定义 / 115
- 公司治理结构的国际比较:过去 / 117
- 公司治理结构的国际比较:现在 / 123
- 启示 / 126

下篇 实证研究

8 上市公司资本配置效率研究——以高科技企业为例 / 131

- 文献回顾 / 131
- 研究方法描述及变量选取 / 132
- 实证分析与结果 / 134
- 研究结论及局限 / 139

9 募资变更行为与上市公司绩效——以高科技板块为例 / 141

- 制度背景与研究现状 / 141
- 基于实物期权的理论分析 / 144
- 实证研究设计 / 146
- 实证结果分析 / 151
- 结论与建议 / 156

- 10 上市公司募资变更行为的事件研究 / 159**
研究背景 / 162
资料的收集与概念界定 / 163
研究假设 / 164
样本选择及模型设计 / 165
研究结论与政策建议 / 168
- 11 上市公司固定资产投资机理:基于现金流量理论的解释 / 171**
理论框架 / 172
文献回顾 / 174
研究假设 / 177
研究设计与模型构建 / 177
实证检验 / 179
研究结论、局限及政策考虑 / 184
- 12 企业无形资产与其未来业绩相关性研究 / 187**
文献回顾 / 187
理论分析与研究假设 / 190
研究设计 / 191
实证结果与分析 / 192
研究结论、局限及政策建议 / 196
- 13 上市公司股权结构与企业业绩的关系 / 199**
文献回顾 / 199
研究目的 / 203
研究设计 / 204
统计分析结果 / 206
主要研究结论及其可能涵义 / 212
- 14 上市公司发行可转换债券后的绩效变化趋势 / 217**
引言 / 217
研究设计 / 221
发行可转债后股票风险的变化趋势 / 226
发行可转债后资本成本的变化趋势 / 231
发行可转债后公司绩效的变化趋势 / 236

上篇：理论分析

SHANGPIAN



1

公司财务资源的配置与再配置

现代企业是一个以盈利为目的的经济组织。财务资源的稀缺性客观上要求对其进行优化配置和有效利用，以实现经济组织的目标。公司财务活动存在两种基本行为，一种是财务资源配置，另一种是财务资源利用。本章在一般性考察财务资源配置的目标、方式和效率的基础上，分别讨论了公司融资和投资中的财务资源配置以及财务资源的再配置问题。本章认为，财务资源配置是资本在不同形成方式上的组合和在不同经济用途之间的分配，融资中财务资源配置的核心问题是融资结构的合理安排，投资中资源配置的核心问题是投资流向和流量的调整，资产重组实质上是财务资源的再配置。虽然本章仅仅对财务资源配置的一些基本问题做了框架式描述，但从行为与效率角度来研究财务理论的尝试应该是具有积极意义的。

3

一、财务资源配置的目标、方式与效率

(一) 财务资源配置的目标

财务资源配置是指资本在不同形成方式上的组合和在不同经济用途之间的分配。^①它涉及到财务活动的两个基本方面，一个是对资本的形成进行组合，即融资中的资源配置，这里，资源的配置表现为资本在不同时期之间和不同性质之间的安排，从而形成了融资的核心问题——融资结构的合理安排，包括长期资本和短期资本的安排、债务资本和权益资本的安排；另一个是对资本的使用进行分配，即投资中的资源配置，这里，资源的配置主要表现为资本的合理分配，从而形成了投资的核心问题——资源流向和流量的调整。可见，财务资源配置是针对资本

^① 在这里，财务资源被定义为处在生产经营过程中不断运动增值的价值，它具有以下特性：稀缺性；有多种经济用途；增值性；为特定主体拥有或控制。有兴趣的读者可以参阅赵德武：《财务经济行为与效率分析》，载《财经科学》1996（2）。

而言的，它不是单纯的融资或投资概念，而是一个投融资概念；它不是单纯的资本量问题，而是资本内在结构的组合和安排问题。

财务资源配置缘于它的稀缺性。财务资源的稀缺性客观上要求人们对财务资源进行合理的配置，即企业在遇到资本稀缺制约的情况下，将有限的财务资源用到最需要的地方去。财务资源配置的目标是：优化融资结构和投资结构，提高稀缺资源的产出率——资本收益率，从而创造出更多的稀缺资源，促进企业持续稳定地发展。

(二) 财务资源配置的方式

财务资源的配置有两种方式，一种是行政配置，另一种是市场配置。无论从理论上还是从实践上看，行政配置远没有市场配置那样行之有效，尽管市场配置有其不可克服的缺陷。

在行政配置下，财务资源的配置主要是通过行政权力、行政手段和行政机制来进行的，财务资源的配置过程一般是：财务资源→计划→企业。行政配置具有统一性、强制性和纵向性的特点。虽然这种方式能够体现行政的意图，按照行政的偏好自觉地配置财务资源，但它割断了企业与市场的联系，难以适应市场经济瞬息万变的要求；由于不允许有特殊的经济利益，对企业积极性有抑制作用，财务资源配置行为往往由于受到利益机制的影响而出现障碍；财务资源配置的效率取决于行政权力、行政手段和行政机制的效率；财务资源的配置往往是一次性的，财务资源一经配置，很难进行再次选择和重新组合。

在市场配置下，财务资源的配置主要是通过市场机制的作用来进行的，财务资源的配置过程一般是：财务资源→市场→企业。市场配置反映了市场供求关系，能够根据市场供求自动地实现财务资源配置；以资本收益最大化为目标，允许特殊经济利益的存在；财务资源配置的效率取决于资源价格是否反映了资源的稀缺程度；财务资源的配置是经过多次交易完成的，因而也是不断趋于优化的。市场配置是一种高效率的配置方式，能够降低资源的交易成本。在市场经济下，财务资源的配置主要应当采取这种方式。

换一个角度看，财务资源配置有初始配置和再配置两种形式。我们可以把公司建立时的财务资源配置看成是初始配置，将公司经营过程中的财务资源配置看成是再配置。财务资源的再配置不是一次就完成的，它是一个持续的配置与再配置的过程。这一过程也是一个不断调整和改进的过程，是一个资源配置不断优化的过程。

(三) 财务资源配置的效率

财务资源配置的效率取决于财务资源配置的合理性。从理论上说，财务资源

配置的合理性是指单位财务资源的投入使新的资源配置比原有的资源配置更合理。微观经济理论认为，在完全竞争的条件下，每一单位生产要素的利用达到边际产量等于其价格的那一点时，资源就达到了最优配置。当所有用途中的生产要素的边际产量都相等时，社会产出就达到最大。这一理论被称为资源配置的边际定律。资源配置的边际定律以资源配置价格作为资源配置的合理性的衡量标准。在这里，资源配置价格就是在其他资源不变的条件下，每增加一个单位的财务资源投入所带来的收益总量和边际效益。投入效益差，资源配置的价格低；反之，投入效益好，资源配置的价格高；投入无效益或负效益，则资源配置的价格为零或为负。资源配置价格是变化的，因为资源投入后在生产和流通过程中的效益是变化的。资源配置价格不同于市场价格，市场价格反映的是市场供求对价格的影响，不直接涉及到投入的效益问题；而资源配置价格反映的是单位资源投入的边际收益，用以考察资源配置的合理性。

财务资源配置的合理性还要考虑单位资源投入对内部经济和外部经济的影响，即要考察它是否增加了内部经济和外部经济、是否减少了内部不经济和外部不经济。在这个意义上，公司财务资源配置的效率问题应当充分考虑两个最基本的约束条件：①资源配置后，企业成本是否降低、收益是否增加；②资源配置后，社会平均成本是否降低、社会平均收益是否提高。这两个约束条件意味着：财务资源的优化配置对单位财务资源的投入带来的边际收益要考虑边际成本和平均成本的关系。财务资源配置的效率不仅要考虑平均成本，还要考虑目标收益。从全社会范围看，财务资源配置的微观效率和宏观效率往往是不一致的，财务资源的配置还应考虑社会边际效益问题。

二、融资中财务资源的配置

（一）资本融通的核心问题

从全社会范围看，资本融通是资本在社会范围内进行重新配置。资本作为一种财务资源，是通过融资取得的。融资是公司通过直接的或者间接的方式获得财务资源的一种经济行为。融资提供了有效的财务资源供给，为公司投资创造了条件；融资不仅仅是资本在物理意义上的转移，而且是伴随着权利、利益、责任的再分配，需要通过一系列契约安排，明确公司经营者、股东和债权人之间的关系；融资使资本从供应者转移给了需求者，从而引起了资本供需双方所承担的风险的变化。从公司角度看，融资中财务资源配置的核心问题是，如何通过选择合理的融资方式，来实现最优的资本结构。

(二) 资本成本与杠杆效应

资本成本与杠杆效应是公司融资中财务资源配置的重要制约因素。现代企业是一个受硬预算约束的自主经营、自负盈亏的企业，企业对任何资本的取得和使用都要付出代价，因此，资本成本是融资中财务资源配置的一个重要机制，以尽可能小的资本成本筹集到尽可能多的资本，是融资中财务资源配置行为的基本取向。资本成本是比较融资方式，进行资本结构决策的重要依据；个别资本成本是比较融资方式的依据；综合资本成本是衡量资本结构合理性的一个重要依据；边际资本成本是评价追加筹资效益的依据。此外，资本成本不仅是资本预算决策的依据，而且还是许多其他类型决策包括租赁决策、债券偿还决策以及制定有关流动资金政策的依据。

经营杠杆从生产经营的角度考察实现经济效益各变量之间的关系，它以业务量为前提，侧重于生产经营的决策分析；财务杠杆则是从融资角度来考察每股利润各变量之间的关系，它以息税前利润为前提，侧重于融资效益和资本结构的选择分析。组合杠杆效应实质上是经营杠杆效应和财务杠杆效应综合作用的结果。它要求公司在进行财务资源配置时，应当在经营杠杆效应和财务杠杆之间做出适宜的选择：经营杠杆系数较低的公司可以利用较高的财务杠杆效应，增加债务资本，以提高组合杠杆效应；经营杠杆系数较高的公司可以利用较低的财务杠杆效应，减少债务资本，降低财务风险。

(三) 求索权与控制权的安排

债权融资和股权融资对公司的控制权有着不同的影响。公司为了从外源筹集资本或者为了降低融资成本，必然要放弃一部分利益或控制权。公司一部分利益或控制权的丧失，意味着投资者对公司利益或控制权的增加。投资者出于对自身利益的考虑，也需要凭借控制权对公司实施监控。有效监控的实现需要具备两个基本条件，一个是监控的动力，一个是监控的能力。

在股权融资的方式下，投资者享有剩余财产的求索权和对公司的控制权。投资者在行使权利时，采用两种方式：一是“用手投票”的主动方式，即通过董事会选举监督经营者，构成对公司经理人员的直接约束；二是“用脚投票”的被动方式，即通过股票市场上股票的买卖，对经营者进行间接约束。然而，对于广大的投资者来说，他们似乎惟一能够选择的行使权利的方式就是间接的“用脚投票”的方式，因为他们持有的股票在数量上是微乎其微的，而行使权利的成本由个人负担，收益由所有的投资者享受，这意味着他们缺乏足够的动力来主动行使“用手投票”的权利，实施监督，而只能够“用脚投票”，在公司经营不好、获利能力

下降时卖出公司的股票，这时，他们实际上已经遭受了损失。

在债权融资的方式下，债权人享有的是固定收益的求索权和公司在清算时剩余财产的优先分配权。借贷契约存在的前提是公司能够提供足够的现金流量和资产。债权人对公司的控制是“一种相机的控制”。^① 如果公司能够偿还债务，控制权掌握在公司手中；如果公司不能偿还债务，控制权便按照法律的程序自动地转到债权人手中，而且，债权人利用债权进行的相机控制只是针对不能达到特定目标的公司。所以，债权和股权在控制上不是非此即彼的选择，二者是相互补充的。

股东与债权人的矛盾很难通过控制权来协调。债权人虽然享有固定收益的求索权和剩余财产的优先分配权，但失去了获得随公司成长所带来的额外收益的权利；股东虽然可以享有随公司成长所带来的额外收益，但却具有更大的风险性。所以，控制权问题在债权人和股东之间难以得到缓和。由于控制权源于股权，所以控制权必然向股东倾斜。

以上分析表明，债权融资和股权融资的区别主要在于收益求索权和控制权的安排上。在债权融资方式下，资本所有者享有固定的收益权，正常情况下不承担公司的经营风险，也不实施对公司的监督和控制。在股权融资方式下，资本所有者对公司收益在扣除各种固定支付后的剩余享有求索权，并承担公司的经营风险，因而也实施对公司的监督和控制。当然，债权融资和股权融资的这种区别也是相对的：当公司资不抵债时，债权人就成为实际的剩余求索者，有权接管对公司的控制。所以，公司控制权在债权人和股东之间转换的临界点也就是公司破产的临界点，这个临界点依赖于对资本结构的选择：负债率越高，破产的概率就越高。

（四）资本结构的选择

关于资本结构的理论争议，在此不做评论。我们认为：合理资本结构是客观存在着的。所谓合理资本结构，是指综合资本成本最小、所有者收益最大时的资本结构。因此，衡量合理资本结构有两个标准：一个标准是综合资本成本最小化。资本成本和资本结构相互影响、相互作用。一方面，资本成本的高低是衡量资本结构合理性的重要标准，决定着资本结构的选择；另一方面，资本结构的合理性又影响资本成本的高低。综合资本成本是由个别资本成本以及个别资本占总资本的比重所决定的，因此，如果某个个别资本成本越小，所占比重越大，则综合资本成本就越低；反之，就越高。但是，公司的资本结构却不能在最高成本的个别资本比重为零的条件下去选择，各种个别资本都不可避免地存在于公司之中，在这种情况下，如何使综合资本成本最低、资本结构又合理，就成为合理资本结构

^① 宋文兵：《关于融资方式需要澄清的几个问题》，载《金融研究》1998（1）。