

编辑的话

我们在会计学广袤无垠的
大海上追逐浪花
发现了这些

闪烁着理性火花的小小贝壳
经过细细筛选

我们将

那些最具潜质的珠贝

奉献给广大读者

并期待着您的回应

Accounting Doctoral Dissertation Series

会计学博士论丛

肖作平 著

中国上市公司 资本结构影响因素研究 ——理论和证据

A Study on Determinants of Capital Structure
——Theory and Evidence from
Chinese Listed Companies



中国财政经济出版社



会计学博士论丛

中国上市公司资本 结构影响因素研究

——理论和证据

A Study on Determinants of Capital Structure

——Theory and Evidence from Chinese Listed Companies

江苏工业学院图书馆

藏书章

肖作平
著

中国财政经济出版社

图书在版编目(CIP)数据

中国上市公司资本结构影响因素研究:理论和证据/肖作平
著. —北京:中国财政经济出版社, 2005. 11

(会计学博士论丛)

ISBN 7-5005-8696-5

I. 中… II. 肖… III. 上市公司-资本的有机构成-影
响因素-研究-中国 IV. F279.246

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2005) 第 122782 号

中国财政经济出版社出版

URL: <http://ckfz.cfeph.cn>

E-mail: ckfz@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

涿州市新华印刷有限公司印刷 各地新华书店经销

880 × 1230 毫米 32 开 11.875 印张 271 000 字

2005 年 11 月第 1 版 2005 年 11 月涿州第 1 次印刷

印数: 1-2 000 定价: 24.00 元

ISBN 7-5005-8696-5 / F·7560

(图书出现印装问题, 本社负责调换)



作者简介

肖作平，男，1975年11月生于福建省周宁县，中国注册会计师非执业会员，重庆大学经济与工商管理学院教师。2004年7月博士毕业于厦门大学管理学院（师从吴世农教授），现为清华大学经济管理学院博士后。先后在《管理世界》、《会计研究》、《经济科学》、《改革》、《经济评论》、《当代经济科学》、《管理科学》、《证券市场导报》等权威和核心刊物上发表论文30多篇，其中被ISTP检索一篇，主研国家自然科学基金一项。



学术界应以总结与探索理论为己任，会计学界也不例外。会计理论研究成果的直接载体应当说是会计学术著作，而最能反映最新会计学术观点的往往是那些中青年学者的论著，会计学博士论文就是其中新鲜的、有活力的、闪耀着思想火花的论著中的一部分。时值今日，我们会计界培养了一批又一批博士生高级专门人才，他们是会计科研的新生力量并成为会计事业发展的希望。他们的创新能力强，成果产出率高，特别是在他们的博士论文中，某些观点如经深化和完善，有可能成为全新的、具有开拓性的，甚至是代表会计领域今后创新研究的学术思想。

本此初衷，中国财政经济出版社会计分社的编辑策划了一套“会计学博士论丛”，将会计学术研究领域中那些具有较高理论水



平和创新意识，能在一定程度上填补会计理论的空白并与现实需要贴近、对实务操作具有指导意义的财务、会计、审计方面的，主要是博士生的理论著作收录进来，旨在宏扬会计学理论，活跃学术氛围，促进会计理论研究向纵深发展。

我考虑这套“会计学博士论丛”的出版，具有以下意义：

一、总结和反映了我国现代会计教育的最新成果

我在 1995 年的一篇文章（《我国会计理论研究的若干认识》）中曾经谈到，综观当今世界，既不存在会计教育落后而会计实务先进的情形，也不存在会计教育先进而会计实务落后的情形，会计教育的变革与会计实践的进步密切相关，而会计理论研究成果也很大程度上是通过会计教育转化为对实践的指导作用的。我们每年都要培养一批博士生，他们是会计教育的较高层次上的受益者，是未来的会计理论研究者，将他们在校的研究成果去粗存精、陆续出版，应当说是能够反映我国现代会计教育的最新成果的。

二、较为系统、全面地反映了当前会计学理论与实务研究发展的全貌

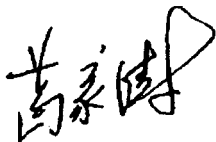
综观我国近年来的会计理论研究与会计理论建设情况，很难用一句话概括，学术界的评价也褒贬不一，相持不下。现今的会计学术界也是派系林立，各院校之间门户之见颇多，财经出版社将新近完成的、具有较高理论水准的博士生论文相继出版，可以说是为会计界做了一件好事，使我们不出门便可详细了解最新的会计研究动态和成果。会计是一门有史、有论、有独特的方法与技术且包罗众多分支学科的知识体系，一两本著作，难以道其万一，出一本合集，又难免只见树木、不见森

林,难以窥见会计学的动态发展,这样,出版“会计学博士论丛”不失为良策,可以使我们动态地综观与掌握当前会计学理论与实务研究发展的全貌。

三、能够活跃未来我国的会计理论研究,丰富我国的会计理论

现阶段的在校博士生一般都具有工作或实践经验,他们除具备专业知识外,在相关经济学科知识以及电脑和外语等应用技能方面远比我们那个时代丰富,他们的思想也是非常活跃的。他们在汲取了一系列会计理论研究成果的养分之后,将其充分消化、吸收,有的还能将其发展、创新,提出新的理论观点,在学术界引起争鸣。综观会计发展史,不乏事例。将这批活跃人群的思想、观点整理出版,必将有利于丰富和活跃我国的会计理论研究。

理论是社会需要的产物。我衷心希望这套“会计学博士论丛”中能不断涌现出适应当前社会需要的、推动会计理论研究方向纵深发展的著作!



2001年8月9日



《中国上市公司资本结构影响因素研究——理论和证据》是肖作平博士在其博士学位论文的基础上修订完成的，是迄今为止国内比较全面、系统地对资本结构影响因素进行理论和实证研究的专著之一。

资本结构的研究试图解释公司用于实际投资的融资来源和融资所使用的证券组合。选择何种资本结构是公司最为重要的战略决策之一，资本结构决定了资本所有者之间及其与公司其他利益相关者之间的契约安排。资本结构理论是财务理论中一个十分重要而复杂的问题，亦是财务领域中最具争议的古老而热门的课题之一。自从资本结构问题受到财务经济学家的关注以来，公司资本结构如何决定和调整一直是个“谜题”。现代资本结构理论始于 Modigliani 和 Miller (1958) 的开创性论文。他们的研究表明，在一定条



件下资本结构与公司价值是不相关的,即著名的资本结构无关论(又称作MM理论)。此后,财务经济学家不断对MM理论提出挑战,发展了许多理论来解释公司资本结构的选择,如权衡理论、代理成本理论、信号传递理论、优序融资理论、公司控制权理论以及资本结构市场时机理论等。经过40余年的探索,财务经济学中出现了大量研究资本结构的文献。然而,正如Myers(1984)在题为《资本结构之谜》一文中写道的:“‘公司如何选择他们的资本结构?’回答再一次是,‘我们不知道’。资本结构之谜比股利之谜更令人困惑……。我们对资本结构之谜知之甚少。我们不知道公司如何选择发行债券、股票或混合证券。”Myers(2001)在题为《资本结构》一文中指出,“在Modigliani和Miller(1958)的研究已过去40多年之后的今天,我们对公司融资选择的理解还很有限。”“我们了解更多的是融资战术,比如某种特定证券发行的税效设计或时机等,而对融资战略,比如公司整体目标债务水平等的了解甚少。”Myers进一步指出,“没有普遍适用的债务-权益选择理论,而只能在一定的条件下解释公司资本结构选择。”可见,资本结构的研究迄今为止仍是一个悬而未决的“谜题”。

在国外浩如烟海的资本结构理论和实证研究面前,如果资本结构是一个“谜”,那么正如本书作者所述,由于存在特殊的制度环境,中国上市公司资本结构影响因素之谜“更令人困惑”。影响中国上市公司资本结构选择的因素更加复杂。那么,究竟哪些因素影响中国上市公司资本结构的选择?西方资本结构理论是否对中国上市公司的融资行为具有解释能力?制度特征因素如何影响资本结构的选择?公司特征因素如何影响资本结构的选择?公司治理结构如何影响资本结构的选择?董事会有多大的动力和能力影响资本结构的选择?宏观经济因素、行



业因素是否显著影响资本结构的选择?回答这些问题有待理论分析和实证检验。本书主要集中研究了中国上市公司资本结构的影响因素,试图回答上述问题,以便为中国上市公司资本结构的优化、公司治理结构的设计以及政府部门相关政策的制定提供理论依据和实证证据。

我认为,本书主要具有以下三个方面的特色和贡献:

(1) 理论和实践相结合。本书对中国上市公司资本结构制度背景及其特征进行了系统分析。对制度背景的分析为解释中国上市公司资本结构特征以及资本结构的选择提供现实背景和理论依据。西方资本结构理论是在一定时期、一定制度背景下形成的。中国正处于转轨经济体制中,由于历史、体制等方面的原因,中国上市公司存在特殊的制度环境。对中国上市公司特殊制度背景的分析,有助于相关研究假设的提出和研究结论的解释。先前的资本结构实证研究缺乏对中国特殊制度背景的深入分析,本书在一定程度上弥补了这些不足。本书根据实证研究发现,对中国上市公司资本结构特征提出了相关的政策性建议,为中国上市公司资本结构的优化、公司治理结构的设计以及政府部门相关政策的制定提供了理论依据和实证证据。

(2) 理论分析和实证研究相结合。本书在对西方资本结构理论和国内外资本结构影响因素实证研究的文献回顾基础上,根据西方资本结构理论并结合中国的制度背景,理论上分析了公司特征因素如何影响资本结构选择,提出了相关的研究假设,接着构建双向效应动态调整模型,使用中国非金融上市公司面板数据,在控制宏观经济因素、行业因素和不可观察的公司特征因素下,应用广义矩估计技术(GMM)首次从动态视角实证分析了公司特征因素如何影响中国上市公司资本结构的



选择,研究发现了一些新的证据。比如,中国上市公司的负债调整成本(交易成本)显著影响资本结构选择;财务困境成本与负债比率正相关;中国上市公司不能通过发行负债解决自由现金流量问题等等。作者从中国制度的角度解释了这些研究发现。国内先前的实证研究大多采用横截面数据,从静态视角对资本结构影响因素进行分析。然而资本结构决策本质上是动态的,公司对资本结构的选择是个动态决策过程,因此应该在一个动态的框架内进行分析。静态经济分析不断解释公司资本结构的动态本质,没有从动态上考虑交易成本。本书克服了先前研究的不足,从动态视角实证分析中国上市公司资本结构的影响因素。

(3) 公司治理结构和资本结构相结合。本书从一个崭新的视野——公司治理结构来研究中国上市公司资本结构的影响因素。首先,结合中国的制度背景,对公司治理结构如何影响资本结构的选择进行了深入的理论分析,推演出相关研究假设。然后,在控制相关变量下,运用基于因子分析模型实证检验了公司治理结构如何影响债务水平和资本结构类型(分别是高、中、低三种形态)。研究发现了若干具有参考价值的结论。国内先前的实证研究主要集中在公司特征因素(诸如公司规模、成本机会、公司盈利能力、财务困境成本以及税率等)如何影响资本结构的选择上,很少有学者将视野转向公司治理结构如何影响资本结构的选择上。而且这些研究主要集中在公司特征因素如何影响公司债务水平上,鲜有学者研究资本结构类型受哪些因素的影响。作者在这一方面进行了有益的探索性研究,率先从理论和实证两个方面分析了公司治理结构如何影响债务水平和资本结构类型。

肖作平的博士论文是经过认真思考和潜心研究的结晶,它



不仅具有深刻的理论价值，而且具有重要的现实意义。其博士论文即将付梓，请我为之作序，我欣然命笔。本书的出版，作为他的指导老师，我感到十分高兴和欣慰，特向读者推荐。希望肖作平博士再接再厉，在学术上取得更大的成就。

是为序。

吴世农

2005年9月29日



摘要

资本结构理论始终是财务学中最具有争议的课题之一。Myers (1984) 在《资本结构之谜》一文中说道, “公司如何选择它们的资本结构? 我们不知道……。我们对资本结构知之甚少。我们不知道公司如何选择发行债券、股票或混合证券”。

1

中国上市公司的资本结构影响因素之谜“更令人困惑”。中国上市公司存在一种特殊的制度环境。比如, 股权结构较独特、投资者法律保护不健全、资本市场发展不平衡、公司治理机制有缺陷等。那么, 究竟哪些因素影响中国上市公司资本结构选择? 西方资本结构理论是否对中国上市公司的融资行为具有解释能力? 制度环境如何通过公司特征因素影响资本结构选择? 宏观经济因素、行业因素是否显著影响资本结构选择? 诸如此类的种种问题, 有待理论分析和实证检验。



纵观相关文献,国内学者对中国上市公司资本结构影响因素的研究存在以下问题:(1)在研究方法上,多数研究者采用简单横截面进行“快照”框架静态回归技术,而资本结构的本质是动态的,因此应该在一个动态框架内进行分析;(2)没有控制时间特征因素,如利息率和通货膨胀等可观察或不可观察的宏观经济因素;(3)没有控制不可观察的公司特征因素,如管理层的能力、动机和对待风险的态度等;(4)缺乏对公司治理结构如何影响资本结构选择的理论和实证分析,如股权结构、董事会特征、CEO任期和公司控制权市场等;(5)缺乏对中国上市公司资本结构制度背景的深入研究。

为此,本书集中研究中国上市公司资本结构的影响因素,并探讨中国上市公司的融资行为或偏好。首先构建双向效应动态调整模型(Two-way effects dynamic adjustment model),在控制时间特征效应和不可观察的公司特征效应下,首次从动态视角研究公司规模、资产构成、非债务税盾、实际税率、成长机会、资产流动性、产品独特性、财务困境成本和产生内部资源能力等公司特征因素如何影响中国上市公司资本结构选择。其次采用因子分析模型研究中国上市公司治理结构对资本结构选择的影响,如股权结构、董事会特征、CEO任期和公司控制权市场等。全书共分八章。

第一章:导论。论述研究背景及意义、主要内容及框架、理论基础及研究方法、改进和创新以及相关术语的定义。

第二章:资本结构理论综述。着重介绍静态权衡理论、代理理论、信息不对称理论、公司控制权理论、市场时机理论等资本结构理论的主要观点,为分析中国上市公司资本结构影响因素提供理论依据。

第三章:资本结构影响因素实证研究综述。对国内外资本



结构影响因素实证研究文献进行回顾,评价现有文献存在的问题和不足之处,掌握国内外研究动态,并为相关变量的定义提供依据。

第四章:中国上市公司资本结构制度背景分析。对中国上市公司资本结构制度背景进行分析,以便为解释中国上市公司资本结构选择提供现实背景和理论依据,有利于我们深入理解资本结构影响因素背后的制度背景。

第五章:中国上市资本结构特征分析。对中国上市公司资本结构的总体特征进行分析,并与其他国家公司资本结构特征进行比较。主要从平均资产负债表、融资结构趋势、融资行为和行业特征等方面进行分析,以便对中国上市公司的财务行为有个整体的认识和把握。

第六章:公司特征因素影响资本结构选择的理论和实证分析。根据资本结构理论模型,对影响资本结构选择的公司特征因素(包括公司规模、资产构成、非债务税盾、实际税率、成长性、资产流动性、产品独特性和产生内部资源能力等)进行理论分析,构建双向效应动态调整模型,采用中国非金融上市公司的面板数据,从动态视角研究中国上市公司资本结构选择。

第七章:公司治理结构影响资本结构选择的理论和实证研究。结合中国的制度背景,对中国上市公司治理结构如何影响资本结构选择进行理论分析,采用因子分析模型,以及中国上市公司的横截面数据,实证检验中国上市公司治理结构对资本结构选择的影响。

第八章:结论与政策性建议。在以上各章分析的基础上,总结全书的主要结论,并根据本研究所得到的结果,为中国上市公司资本结构的优化、政府部门相关政策的制定、上市公司



财务政策的制定和公司治理结构的设计提供政策性建议。

通过理论分析和实证研究,作者发现:(1)中国上市公司具有强烈的股权融资偏好。在资本结构中,负债比重偏低;在负债到期结构中,流动负债比重偏高,长期负债比重偏低,而且杠杆的账面比率大大高于市场比率;(2)不同门类行业间的资本结构存在显著差异。同一行业门类内不同行业大类公司之间的资本结构不存在显著差异,受管制行业的资产负债率、流动负债率很低,但长期负债率较高;(3)行业特征和宏观经济因素显著影响资本结构选择;(4)调整负债比率的交易成本(调整成本)显著影响资本结构选择,但中国上市公司的债务调整成本小于美国 and 英国等发达国家;(5)财务杠杆随着公司规模、固定资产比率、财务困境成本、实际税率和产品独特性的增加而增加,随着公司未来成长价值、产生内部资源能力、资产流动性、非债务税盾的增加而减少;(6)公司治理结构显著影响资本结构选择。治理水平高的公司(比如,存在除大股东外的少数大股东联盟,独立性较强的董事会,较短的 CEO 任期,产品市场竞争激烈等),其具有较高的负债水平,更倾向于使用高的负债。相反,治理水平低的公司,其具有较低的负债水平,更倾向于使用低的负债;(7)中国上市公司不能通过发行负债来解决自由现金流量问题。而这一问题可以通过提高公司治理水平加以缓和。总的来说,同“啄食次序理论”或“优序融资理论”相比,静态权衡理论、代理成本理论和市场时机理论等对中国上市公司资本结构的变化具有更强的解释力。

本书的改进及创新体现在:

1. 分析中国上市公司资本结构制度背景及其特征。采用参数和非参数检验、描述性统计等方法对行业特征和资本结构



之间的关系进行系统的研究；从制度因素角度对中国上市公司的融资行为、资本结构特征等进行解释，提供中国上市公司资本结构问题研究的另一种思路和现实背景。

2. 构建双向效应动态调整模型，使用中国非金融上市公司面板数据，在控制宏观经济因素、行业因素和不可观察的公司特征因素下，首次从动态视角实证分析公司特征因素（包括公司规模、资产构成、非债务税盾、实际税率、成长性、资产流动性、产品独特性和产生内部资源能力等）如何影响中国上市公司资本结构选择。从中国的制度角度解释负债调整成本（交易成本）、财务困境成本、产生内部资源能力、未来成长机会和实际税率等与资本结构选择之间的关系。且作者检验了产生内部资源能力与负债比率负相关是由于信息不对称造成的。

3. 结合中国上市公司资本结构制度背景，理论分析中国上市公司治理结构如何影响资本结构选择，采用因子分析模型，使用二步骤估计程序，分别以债务水平和资本结构类型（高、中、低）为被解释变量，应用 Logit 等模型，率先实证分析中国上市公司治理结构如何影响资本结构选择。

4. 发现自由现金流量与债务水平负相关。这与 Jensen (1986) 提出的自由现金流量假说不符（自由现金流量假说认为具有高自由现金流量而低成长机会的公司应该保持较高的负债水平，以降低伴随于自由现金流量的代理成本），表明中国上市公司不能通过发行负债来解决自由现金流量问题。作者进一步检验中国上市公司的治理水平如何缓和（Mitigate）自由现金流量问题。结果表明，治理水平高的公司为了阻止管理者对具有负的净现值项目进行投资（投资过度）需要发行更少的负债。