

Capital Structure &
Financing Instruments
for Chinese Companies

中国公司
**资本结构
与
融资工具**

李朝霞 / 著



中国经济出版社
www.economyph.com

中国公司资本结构 与融资工具

李朝霞 著

中国经济出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

公司融资结构与融资工具/李朝霞著. —北京: 中国经济出版社, 2003.12
ISBN 7-5017-6197-3

I. 公... II. 李... III. 公司—融资—研究—中国
IV. F279.246

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2003) 第 103045 号

出版发行: 中国经济出版社 (100037·北京市西城区百万庄北街 3 号)

网 址: WWW.economyph.com

责任编辑: 孟庆玲 (电话: 68319291)

责任印制: 常毅

封面设计: 白长江

经 销: 各地新华书店

承 印: 北京星月印刷厂

开 本: A5 印 张: 9.5 字 数: 200 千字

版 次: 2004 年 1 月第 1 版 印 次: 2004 年 1 月第 1 次印刷

印 数: 5000 册

书 号: ISBN 7-5017-6197-3/G·1209 定 价: 22.00 元

版权所有 盗版必究 举报电话: 68359418 68319282

服务热线: 68344225 68353507 68341876 68341879 68353624

中国经济书店: 66162744

地 址: 西西北大街 233 号

内容摘要

现代资本结构表明,公司的融资结构确实影响公司价值。即如何“分饼”与“饼”的大小有关。企业的融资决策,也就是融资行为和融资工具选择,不仅反映企业自身财务状况、面临的投资机会,而且反映企业内部人对公司控制权的考虑,以及企业面临的产品市场和金融市场状况等。本书采用了实证分析与规范分析相结合的研究方法,对中国企业的融资行为和融资工具选择进行了研究。本书共包括4个方面的内容。除第一章导论外,第一部分包括二、三章的内容,主要是资本结构理论综述和对中国上市公司资本结构影响因素的实证分析;第二部分包括第四、五、六章,从制度变迁和公司微观面国有企业改革的发展两个层面对中国上市公司的融资行为进行了实证和理论分析;第三部分包括第七、八、九章,主要分析了市场上可供公司选择的主要融资工具、金融创新工具的分类及其在中国的发展、和中国上市公司的一些现实选择;第四部分,即第十章,应用案例研究方法分析了公司重组技术及其中的融资安排问题。

本书首先(第二章)通过理论发展过程和各种理论所关注的不同问题两条主线描述了资本结构理论的发展现

状，较为全面地介绍了资本结构理论各主要分支的模型构造及基本观点，综述说明了各种不同的资本结构理论都有自己既定的假设前提和分析框架，而且几乎每一种理论都不是无懈可击的。在用这些理论分析中国的现实问题时，需要注意中国企业本身和其发展环境的现实状况与具体理论框架的差异等。论文第三章以一些资本结构理论中所揭示的影响企业资本结构的因素为假设，设定了一些能够根据中国上市公司财务报表量化的变量，对这些变量应用因子分析和回归分析二步模型，分析了影响中国上市公司的主要因素，结论表明国有化因子与中国上市公司资本结构有很强的正相关关系，另外，公司现金流、抵押资产、经营风险等在西方国家观察到的一些影响公司资本结构的因素也以同样的方式影响着中国上市公司的财务杠杆率，但影响西方国家公司资本结构的主要因素之一——公司成长性却对中国公司的资本结构没有显著影响。

由于国有化程度是影响国内上市公司杠杆率的主要因素，所以对于中国的上市公司，特别是国有公司而言，公司资本结构和融资选择在一定程度上是一个制度安排问题，事实似乎也是如此。本书第四章重点分析了中国企业融资面临的制度环境变迁。第五、六章进一步从上市公司微观层面，从资金使用效率、公司治理结构、上市公司股权融资偏好及股利分配行为等方面，对中国上市公司的融资行为进行了理论诠释。以上分析认为，资本结构流动性理论与机会窗口理论对中国上市公司的融资行为有一定的解释作用。

本书第七章主要从公司资本结构横截面概览了西方成熟资本市场上上市公司的主要融资工具和方式。第八章进一步对金融创新工具的分类、产生的动因、及中国资本市场金融工具创新的发展方向进行了分析。第九章,应用 2002 年在中国资本市场造成很大影响的中国联通和中国移动两家公司的融资案例,重点分析了公司在权益资本和债务资本之间的融资选择问题;另外对我国资本市场上的上市公司再融资的选择——配股和增发、可转换债券的选择也从公司和规制政策的变化两方面进行了分析;最后,分析了公司融资工具多元化的发展趋势。

本书第十章,主要应用了一些典型的市场实例,对企业重组技术与其中的融资安排问题进行了分析,并在此基础上就公司重组在国内的应用,也通过一些典型的案例进行了论述。最后对公司重组在国际国内的发展动向进行了分析。

本书试图通过以上分析研究,不仅能对中国公司融资理论的发展有所启示,同时更能为中国企业的融资决策和与企业融资问题有关的政策制定提供理论依据和实践指导。

Abstract

The study of capital structure shows that a company's financing structure does affect its value. That is, the values of the "pizzas" do depend on how they are sliced. The financing decision, i. e. the behavior and the financing instruments chose by a company not only reflects the financial conditions and investment opportunities which the company faced with, but also shows other factors such as the consideration of control rights by the company's insiders and the financial environments which the company confront with. This research applied both the theoretical analysis and the empirical method to mainly study the behavior and the choice of financing instruments of Chinese listed firms. Firstly, as the basis of the study, I surveyed the newly development of the theory of capital structure. Then I studied the main determinants of the leverage ratio of Chinese listed companies by applying a series of hypothesis implied by some branch theories of capital structure. This empirical analysis used the methods of factor analysis and regression—a two step model and got some interesting results. Secondly, I gave some

theoretical explanation for the financing behavior of Chinese listed firms after studying the changes of institutional environment which Chinese listed firms experienced. The efficiency of capital operation, the corporate governance and the behavior of equity finance of Chinese listed companies were also analysed in this part. Thirdly, by providing a general background of typical as well as some newly developed financing instruments which a company may use in developed capital market, I analyse the financing instruments choice of Chinese listed firms by the way of compared case study. Finally, the major techniques of corporation restructuring and the financing arrangement in it, as well as its application in China's situation were also studied, and some typical cases were also used in this part. By this study, I try to not only add some views on current theoretical literature about financing problem of Chinese firms, but also give some guidance in the practice of corporate financing in China.

Key Words: capital structure, financing decision, financing instruments, listed companies



作者简介

李朝霞，管理学博士，2003年毕业于中国社会科学院研究生院。现在中国社会科学院数量与技术经济研究所数量金融室工作，1995-2001年在光大证券有限公司投资银行部、研究部工作，曾任光大证券北方总部研究部总经理。

目 录

第一章 导 论

一、问题的提出及研究意义	1
1. 问题的提出	1
2. 研究的意义	4
二、国内外研究现状及公司融资事实	6
1. 现代资本结构理论的研究现状	6
2. 关于公司融资的一些现实情况	9
三、本书的主要内容	11
1. 关于公司金融学科	11
2. 本书的研究范围	12
3. 本书的架构及主要内容	13
四、研究的主要创新与不足	19
1. 主要创新	19
2. 不足之处	20

第二章 公司融资主要理论模型及最新发展

一、概述	24
二、金融创新与最优资本结构	26
1. MM 假说	26

2. 税收与权衡模型	29
三、代理(激励)问题与公司融资	31
(一)信息不对称与公司融资	33
1. 信号模型	33
2. 优序融资理论	35
(二)流动性需求及自由现金流理论	38
(三)最优契约	41
四、以产业组织为基础的资本结构模型	42
五、资本结构理论的新进展:	
财务契约理论 ^① 及机会窗口理论	44
1. 公司治理	44
2. 现代财务契约理论:公司控制权模型	46
3. 决策权分配	48
4. 机会窗口(Windows of Opportunity)资本结构 理论	53
六、结论:没有一个普遍适用的资本结构理论	54

第三章 影响中国上市公司融资 结构的主要因素分析

一、引言	58
二、对影响中国公司融资结构因素的初步确定	61
1. 公司规模	62
2. 公司资产结构	63
3. 公司盈利能力	63
4. 公司成长性	64

5. 公司经营风险	64
6. 公司的独特性	65
7. 非债务税收庇护 (Non-debt tax shield)	65
8. 股权结构	66
9. 信号	66
三、模型方法	67
1. 分析方法	67
2. 分析模型	68
四、样本数据说明与分析	70
1. 样本数据说明	70
2. 样本统计描述	71
3. 公司负债率的国际比较分析	72
五、模型分析结果及解释	73
1. 因子分析结果	73
2. 因子辨识	73
3. 回归分析	76
六、结论	79
附件:模型计算过程与结果	83

第四章 中国企业融资环境和公司融资行为

一、引言	92
二、改革开放以来企业资本形成的变化	94
1. 企业外部融资的最终来源成为居民部门	94
2. 企业外部融资渠道单一性有所改观	95
3. 总体上融资渠道不畅	96

三、与企业融资直接相关的金融政策及金融机构的发展变化	98
1. 拨改贷	98
2. 债转股	99
3. 银行部门的改革	100
4. 证券市场的发展与发行制度的变革	102
四、企业融资模式的变化及现状	107
1. 股权融资热	107
2. 证券发行方式	110
3. 发行价格确定	111
4. 主要融资工具	112
五、中小企业融资困难	113
1. 中小企业融资的总体状况	113
2. 市场发展动向	114
六、结论	116

第五章 中国上市公司资金使用效率分析

一、中国上市公司的资金使用效率	121
1. EVA 分析法	121
2. 关于资本成本	124
3. 中国股市的权益资本成本	126
二、中国上市公司募集资金使用情况	128
三、募集资金使用效率低下的原因分析	132
1. 公司治理与公司融资	134
2. 中国上市公司的公司治理	135

3. 公司治理水平较低的症结	137
四、改进上市公司治理状况的政策建议	139
五、结论	145

第六章 中国上市公司股权融资和 股利分配行为分析

一、国内关于股权融资偏好的研究	149
1. 股权融资偏好研究综述	149
2. 对目前研究评论	150
二、从公司流动性需求看股权融资	153
1. 上市公司基本属流动性缺乏类公司	153
2. 股权融资是中国上市公司的自然选择	156
3. 如何使股东有监督的激励是问题的关键	158
三、公司融资来源的国际比较	161
1. 西方主要工业化国家的公司融资特点	161
2. 发展中国家公司融资的一些特征	162
3. 中国上市公司融资情况基本符合发展中国家的 规律	164
四、关于上市公司股利分配行为	164
1. 股利政策与融资决策	164
2. 中国上市公司的股利分配行为	165
3. 上市公司股利分配行为的进一步分析	167
五、结论	169

第七章 公司融资工具及应用

- 一、要求权概览174
- 二、债务要求权175
 - 1. 债务的安全性、期限和流动性175
 - 2. 债务评级与信用分析179
 - 3. 债券契约180
 - 4. 几种已成定式的契约条款181
 - 5. 项目融资183
 - 6. 其他债务融资184
- 三、权益要求权187
 - 1. 私募权益和有经验的投资人188
 - 2. 隐蔽性权益要求权190
 - 3. 公众公司191
 - 4. 公司上市和股票发行192
 - 5. 股票发行方式193
- 四、中间要求权194
- 五、结论196

第八章 金融创新工具及其在中国的发展

- 一、金融创新199
- 二、金融创新工具201
 - 1. 金融创新工具的分类201
 - 2. 金融衍生工具的概念分类204

3. 金融创新工具的主要成因	205
三、金融创新工具在中国的应用和发展	208
1. 中国金融市场金融创新工具的发展	208
2. 融资工具创新应该成为中国金融工具创新的 重点	210
3. 中国资本市场融资工具创新的趋势	211
四、结论	215

第九章 中国公司融资方式与工具选择

一、股票与债券:中国移动和中国联通的不同选择 ...	219
1. 公司资本结构与融资选择	219
2. 股票和债券融资的特点	220
3. 中国移动和中国联通的选择	221
4. 进一步的启示	230
二、上市公司再融资策略	231
1. 关于配股和增发	231
2. 国内上市公司再融资的发展	233
3. 配股和增发的选择	235
4. 发行可转换债券	237
三、公司融资工具多元化的发展趋势	239
1. 融资工具多元化的理论依据	239
2. 融资工具多元化的现实性	241
3. 关于融资工具创新的一些思考	243
四、结论	246

第十章 公司重组及其中的融资行为研究

- 一、公司重组概述250
 - 1. 重组形式概述250
 - 2. 公司重组的主要动因252
- 二、资产剥离与融资255
 - 1. 资产剥离的形式分类255
 - 2. 资产剥离的原因与目的257
 - 3. 资产剥离与融资258
- 三、杠杆收购与融资263
 - 1. 案例与分析264
 - 2. 融资工具与安排267
 - 3. 收购机构270
 - 4. 支付方式和收购目标270
 - 5. 管理层收购(MBOs)271
- 四、企业重组的新动态273
 - 1. 国际企业重组步伐大大放缓273
 - 2. 中国企业的并购重组活动趋于活跃275
- 五、中国企业重组的实践和发展277
 - 1. 企业并购重组实践取得了长足进展277
 - 2. 融资环境改革和融资支持是中国企业重组发展的关键279
 - 3. 深化结构改革和改善公司治理结构客观上需要企业并购重组活动进一步发展281
- 六、结论282

后记285