

丛书主编 柳欣

货
币
与
资
本
市
场
研
究
前
沿
丛
书

资产交易、资本结构与

上市公司财务管理

桑自国 著

人民出版社

货币与资本市场研究前沿丛书
南开大学政治经济学研究中心文库

桑自国
著

资产交易、 资本结构与 上市公司财务管理

人民出版社

责任编辑:欧阳日辉

装帧设计:曹 春

图书在版编目(CIP)数据

资产交易、资本结构与上市公司财务管理/桑自国著.

-北京:人民出版社,2005.1

(货币与资本市场研究前沿丛书)

ISBN 7-01-004661-1

I. 资… II. 桑… III. ①上市公司-企业管理②财务管理-研究 IV. F276.6

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2005)第 115274 号

资产交易、资本结构与上市公司财务管理

ZICHAN JIAOYI, ZIBEN JIEGOU YU SHANGSHI GONGSI CAIWU GUANLI

桑自国 著

人民出版社 出版发行

(100706 北京朝阳门内大街 166 号)

北京通县电子外文印刷厂印刷 新华书店经销

2005 年 1 月第 1 版 2005 年 1 月北京第 1 次印刷

开本:880 毫米×1230 毫米 1/32 印张:8.375

字数:203 千字 印数:1-5,000 册

ISBN 7-01-004661-1 定价:16.80 元

邮购地址 100706 北京朝阳门内大街 166 号

人民东方图书销售中心 电话 (010)65250042 65289539

丛书总序

谷书堂

目前经济学研究的状况很难令人满意，无论是在理论经济学，还是在应用经济学领域的争论似乎都没有获得明确的答案，经济学家不得不更多地依赖数理统计工具对所面临的经济问题进行分析，而其政策建议的可行性往往受到人们的质疑。对此，人们有理由怀疑作为经济研究思路出发点的基本理论可能存在着严重的问题。

由人民出版社出版的这套柳欣教授主编的《货币与资本市场研究前沿丛书》的最大特点是，试图建立一种新的理论经济学体系，并从理论与实践的各个不同层面展示一种完全不同于主流经济学的研究思路。目前的经济分析完全为主流经济学所支配，其出发点是建立在以生产函数和消费偏好为基础的技术分析之上，即以瓦尔拉斯一般均衡理论为代表的新古典范式，其对所有国民收入统计变量和我们所面临的经济问题的解释都用资源最优配置的技术关系来分析。柳欣教授建立的经济分析体系可以简单地表述为，所有以货币量值表示的国民收入核算的统计变量与技术关系是完全无关的，而是由马

克思阐述的社会关系和凯恩斯强调的“货币经济”的货币金融体系所决定的。如果柳欣教授的上述论点能够成立的话，必将对经济学的研究产生重大影响。

柳欣教授从 1982 年随我读硕士研究生，后来随我读博士研究生，并和我一起工作，前前后后已经二十多年了。他一直锲而不舍地研究理论经济学，很早就试图推翻主流经济学的分析框架，建立自己的理论体系。他的博士论文选择了理论经济学中最难的题目之一，即“剑桥资本争论”，所要讨论的问题是异质的资本品和消费品能否加总为一个总量而采用新古典生产函数进行分析。1992 年，他完成了一本 50 万字的专著《资本理论——价值、分配与增长理论》（陕西人民出版社 1994 年版）。这本书虽然没有完成对“剑桥资本争论”问题的最终证明和解答，但其中对许多问题的讨论都集中在一点上，即新古典理论的逻辑悖论在于其技术关系的体系中盲目地加入了社会关系的假设，从而导致其基本命题不再成立。学习过马克思经济学的人都知道，马克思经济学与西方主流经济学的区别和争论就在于是把社会关系还是技术关系作为经济分析的基础这个基点上，只不过这一问题一直没有得到圆满的解决。

柳欣教授在 1996 年完成了《资本理论——价值、分配与增长理论》下卷的初稿《资本理论——有效需求与货币理论》，他通过对凯恩斯经济学的研究进一步批判主流经济学，建立新的理论体系。初稿完成后不久，柳欣教授发现目前经济学存在的所有理论和经验上的问

题都来自于主流经济学的一个教条，即把目前国民收入核算的统计变量完全连接到生产函数的技术关系，并通过货币数量论把货币实际上排除在理论经济学体系之外。然而，柳欣教授得到的结论是，所有这些以货币量值表示的统计变量与技术或实物的生产是完全无关的，而是由社会关系所决定的特定的货币金融体系所决定的。得出这一结论后，柳欣教授和他的学生们用了几年的时间从理论和经验上来证明这一命题，并认为从这一命题出发，可以对所有主要的理论和经验问题给予逻辑一致性的解释，从而可以建立起新的理论经济学体系。

这套丛书正是柳欣教授的学术团队通过几年的努力完成的研究成果，它试图完全从新的理念和理论体系出发对理论经济学和现实问题给予新的解释。柳欣教授的新著《资本理论——有效需求与货币理论》也收到这套丛书中，这套丛书对“剑桥资本争论”和货币理论争论进行反思，对宏观经济学、经济增长和资本市场等主要现实问题进行重新阐述。我认为，他们经过长时间的钻研后反映在书中的新观念和分析思路是值得学术界高度重视的。我希望经济学界能够对这种新的观点和思路展开讨论和争论，毕竟真理越辩越明。我期待着这套丛书能够对中国经济学的发展产生应有的影响。

2003年11月

前 言

自上海、深圳两家证券交易所设立以来，我国证券市场不断得以发展壮大，有力地推动了国企改革，促进了我国经济的快速发展。随着证券市场的不断成熟，以股权转让、收购兼并为主要形式的资产交易活动逐年增加，涉及的交易金额越来越大，对上市公司的影响程度越来越深，以收购兼并为主的资产交易活动已经成为上市公司经营管理的重要内容。

分析我国证券市场上近十年中发生的资产交易案例，我们发现许多上市公司通过有效地开展资产交易活动，改善了公司的资产质量，增强了公司的盈利能力，取得了良好的效果；但也存在虚假重组、内幕交易等问题，严重影响了证券市场的健康发展。为此，国内理论界开展了诸多有益的探讨，指出了我国上市公司资产交易中存在的问题和不足，提出了解决问题的办法，促进了证券监管机构的监督管理工作，在很大程度上遏制了资产交易过程中存在的不规范甚至违规行为，有效地推动了资产交易活动的顺利开展。

因此，资产交易是一个与上市公司财务管理紧密相连的实际问题，需要在理论上明确上市公司的资产交易与财务管理的关系。目前，资产交易作为提高公司盈利水平和实现公司价值最大

化的手段，已得到实业界和学术界的广泛认同。但是，在理论上如何处理好资产交易和财务管理的关系，学术界并没有一个系统的阐述。同时，在资本结构理论的研究中，缺乏资本结构理论与资产交易理论的联系，而这种理论联系上的缺陷暴露了当今资本结构理论存在的不足，即当今资本结构理论主要是采用静态的研究方法，只是在确定破产成本—税负利益权衡基础上得出公司的最优资本结构。但在资产交易活动日益频繁的今天，应考虑到在资产交易条件下的最优资本结构形成问题，因此，静态化的资本结构理论显然不能适应现实发展的需要，存在一定缺陷，仍需进一步改进。

本书从公司财务管理理论和资本结构理论出发，探讨资产交易背景下，资产交易、资本结构与上市公司财务管理的关系中的一些根本性问题，从而对我国上市公司的健康发展提出一些建设性的意见。

本书通过对资产交易理论、财务管理理论、资本结构理论的系统阐述，提出了动态化的资本结构管理方法；分析了各类资产交易的价格确定方法，特别是采用资本资产定价模型(Capital Assets Price Model, William F. Sharpe, 1978)，完善了作为资产定价方法之一的收益现值法，并进一步利用博弈论的观点论证了资产交易价格的形成机制；将上市公司资产交易与财务管理结合在一起分析，明确了资产交易与上市公司财务管理中的投资管理、融资管理、股利政策管理的内在逻辑关系；在总结国内外公司资产交易与财务管理经验的基础上，提出上市公司在资产交易过程中通过动态化的财务管理，实现公司价值的最大化的方法。

本书系统论述了资产交易对上市公司股票价格的影响机制、

不同资产交易方式对资本结构的影响，明确了资产交易对上市公司股票价格影响的内在逻辑关系。本书还运用实证分析的方法，并以 122 家上市公司为分析样本，运用夏普市场模型（William F. Sharpe, 1978）就资产交易对上市公司股票价格的影响做了实证分析；建立了资产交易鉴别指标体系，确定了资产交易绩效的综合评价方法，就不同交易方式的资产交易对上市公司业绩的影响做了实证分析，对我国上市公司开展资产交易活动提供了理论支持；通过对彩电行业上市公司及作者曾担任过财务顾问的长春一汽四环汽车股份有限公司的实证分析，进一步验证了本书的结论。

通过以上研究，本书明确了资产交易活动对上市公司财务管理产生的重大影响，在此基础上确定了资产交易与上市公司财务管理的关系，从理论上提出了资产交易对提高上市公司财务管理有效性和提升公司价值的积极作用；在资本结构理论运用方面，提出了一个不同于当今静态化资本结构理论的、在资产交易的条件下分析资本结构优化的动态化分析方法。通过以上研究，进一步实现资本结构理论的深化和发展，为实践提供理论的支持和指导。

同时，迄今上市公司资产交易的研究主要着眼于操作层面上，而对上市公司财务管理的研究也是把重点放在财务管理本身，本书将资产交易与上市公司财务管理结合在一起进行了深入、系统的研究，完善了上市公司资产交易过程中相应的投资决策、融资决策、股利分配政策，这对于更好地加强上市公司财务管理意义重大。

本书的目的是要总结现有的关于上市公司所开展的资产交易与财务管理的逻辑关系，以期正确引导上市公司在确定资产交易

的过程中正确制定财务管理策略，从一种新的角度理解和把握财务管理的作用。由于笔者的经验的不足，难免会出现一些错误，敬请读者提出批评意见。

桑自国

2004 年 9 月

作者简介

桑自国，山东临沂人，中国人民大学金融学博士后。曾在证券、信托、投资行业负责投资银行、证券研究、投资管理等业务。在12年的金融工作生涯中，先后主持30家上市公司股份制改造、股票承销及财务顾问业务。熟悉上市公司治理、资本市场、货币政策理论及国际资本市场知识，对企业股份制改造、股票发行、上市工作及上市公司财务管理、资产运营、收购兼并、配股及发展规划设计等业务有丰富的操作经验。发表专业论文和报告30多篇。

货币与资本市场研究前沿丛书（第一辑）

资本理论——有效需求与货币理论

柳欣著

“剑桥资本争论”的困境与出路

——资本与收入分配理论的动态调整分析

陆长平著

货币与利息率决定理论

——存量和流量分析史

帅勇著

股票价格：经济功能与货币政策反应

刘澜飏著

资本市场、有效需求与经济增长

——以中国股市为例的研究

李学峰著

资产交易、资本结构与上市公司财务管理

桑自国著

目 录

丛书总序	谷书堂 1
前 言	1
导 论	1
第一节 选题来源及意义	1
第二节 相关研究的评述	4
一、资本结构理论的研究	4
二、资产交易理论的研究	5
三、国内对上市公司资本结构和资产交易的 理论和实证研究	12
第三节 研究方法、主要思路、内容和观点	16
一、研究方法	16
二、主要思路	17
三、主要内容	18
四、主要观点	20
第一章 资产交易、财务管理与最优资本结构	23
第一节 上市公司资产交易动机、模式与企业重组	24
一、上市公司资产交易的运作模式	25
二、上市公司资产交易的动机	27

三、上市公司资产交易与上市公司重组	32
第二节 上市公司资产交易与财务管理目标的确定	33
一、财务与财务关系	34
二、现代财务管理的主要内容	36
三、现代财务管理的目标	38
第三节 资产交易下的最优资本结构	40
一、传统的资本结构理论	40
二、权衡理论	43
三、税差理论及米勒修订	48
四、契约理论	50
五、结构理论的特点及对我们的启示	55
六、现代资本结构理论的局限性	58
七、资产交易条件下资本结构的动态管理	59
第四节 理论性结论	64
一、资产交易极大促进了上市公司的发展	65
二、资产交易对上市公司的财务管理提出了新的要求	65
三、资产交易影响上市公司的资本结构管理	66
第二章 上市公司资产交易策略的制定	68
第一节 上市公司资产交易战略	69
一、中心式多元化策略	69
二、复合式多元化策略	70
三、垂直式购并策略	71
四、水平式购并策略	73
五、策略规划的重要性	74
第二节 资产交易对象的确定	76
一、积极式资产交易	77

二、机会式资产交易	78
三、主动交易策略与被动交易策略的优劣比较	79
第三节 收购前的审查	79
一、经营方面的审查	80
二、法律方面的审查	81
三、财务方面的审查	82
第四节 收购协议的签订及付款	85
一、收购协议的签订	85
二、付款	87
第五节 如何接收经营不善的公司	89
一、做好接收动机的有利性分析	89
二、收购前的评估重点	90
第六节 被收购公司的整合	92
一、管理制度的整合	92
二、生产经营的整合	92
三、人事制度的整合	93
第三章 上市公司资产交易价格的确定	95
第一节 交易资产的评估方法	95
一、重置成本法	96
二、收益现值法	100
三、市盈率法	105
四、清算价格法	106
五、不同评估方法的优缺点分析	107
六、几种评估方法的比较	109
第二节 上市公司资产交易的定价模式分析	112
一、影响交易资产价格确定的因素分析	112

二、不同资产交易类型的资产定价模式·····	114
第三节 上市公司资产交易的行为动机与	
利益博弈分析·····	118
一、问题的提出·····	118
二、博弈论的发展及主要内容·····	120
三、上市公司资产交易中不同参与角色的	
行为动机与利益分析·····	121
四、对上市公司资产交易中各参与方的	
行为动机与利益关系的博弈分析·····	123
五、本节结论·····	129
第四章 资产交易对上市公司的影响·····	131
第一节 资产交易对上市公司财务、公司价值及	
长远发展的影响·····	131
一、资产交易对上市公司负债能力的影响·····	131
二、资产交易对上市公司税收的影响·····	133
三、资产交易对上市公司盈利的影响·····	136
四、资产交易对上市公司价值的影响·····	139
五、资产交易对上市公司持续融资及	
促进长远发展的影响·····	142
第二节 资产交易对上市公司资本结构的影响·····	143
一、资产交易影响上市公司资本结构的机制·····	144
二、资产交易对上市公司融资量的影响·····	144
三、不同股东和交易方式对资本结构的影响·····	148
第三节 资产交易对上市公司股票价格的影响·····	150
一、资产交易对上市公司股票价格的影响机制分析·····	150
二、资产交易对股票价格影响的实证	

检验——夏普市场模型的运用·····	151
第四节 资产交易对上市公司财务影响的实证分析·····	157
一、上市公司财务管理评价指标的选择·····	157
二、不同交易方式下资产交易对上市公司财务管理影响的实证分析·····	160
三、对检验结果的综合分析·····	162
第五章 资产交易与上市公司财务管理·····	164
第一节 上市公司资产交易的会计处理方法·····	164
一、上市公司资产交易会计处理的一般原则·····	164
二、购买法·····	165
三、权益联合法·····	167
四、资产剥离法·····	169
第二节 资产交易与上市公司投资管理·····	169
一、资产交易与上市公司投资控制·····	169
二、资产交易与上市公司投资战略和投资策略·····	172
三、资产交易与上市公司投资策略的实施·····	176
第三节 资产交易与上市公司融资管理·····	178
一、资产交易对上市公司资本结构管理的影响·····	179
二、资产交易条件下上市公司融资策略实施的分析·····	180
第四节 资产交易与上市公司股利政策管理·····	185
一、影响股利支付的各种制约因素·····	185
二、资产交易条件下内部资金收益率衡量的分析·····	188
三、资产交易条件下股利支付策略实施的分析·····	191
第六章 我国上市公司资产交易及财务管理工作的规范·····	196
第一节 我国上市公司资产交易中出现的问题及规范·····	197
一、我国上市公司资产交易中出现的问题·····	197