

中国上市公司

江伟 著

ZHONGGUO SHANGSHI
GONGSIZIBEN JIEGOU
JUECE YANJIU

资本结构决策研究

——基于制度环境与行为公司财务的视角

JIYU ZHIDU HUANJING YU
XINGWEI GONGSI
CAIWU DE SHIJIAO



经济科学出版社
Economic Science Press

本著作得到国家自然科学基金重点项目（71032006）、
国家自然科学基金青年项目（70702040）、
教育部留学回国人员科研启动基金
以及暨南大学管理学院“211工程”建设项目的资助。



——
基于制度环境与行为公司财务的视角

资本结构决策研究

中国上市公司

江伟 著

ZHONGGUO SHANGSHI
GONGSIZIBEN JIEGOU
JUECE YANJIU

JIYU ZHIDU HUANJING YU
XINGWEI GONGSI
CAIWU DE SHIJIAO



经济科学出版社
Economic Science Press

图书在版编目 (CIP) 数据

中国上市公司资本结构决策研究：基于制度环境与行为公司财务的视角 / 江伟著. —北京：经济科学出版社，2012. 5

ISBN 978 - 7 - 5141 - 1744 - 8

I. ①中… II. ①江… III. ①上市公司 - 资本形式 - 经济决策 - 研究 - 中国 IV. ①F279.246

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2012) 第 057523 号

责任编辑：王冬玲

责任校对：刘 昕

版式设计：代小卫

责任印制：邱 天

中国上市公司资本结构决策研究

——基于制度环境与行为公司财务的视角

江 伟 著

经济科学出版社出版、发行 新华书店经销

社址：北京市海淀区阜成路甲 28 号 邮编：100142

总编部电话：88191217 发行部电话：88191537

网址：www. esp. com. cn

电子邮件：esp@ esp. com. cn

北京季蜂印刷有限公司 印装

710 × 1000 16 开 12.5 印张 250000 字

2012 年 5 月第 1 版 2012 年 5 月第 1 次印刷

ISBN 978 - 7 - 5141 - 1744 - 8 定价：33.00 元

(图书出现印装问题，本社负责调换。电话：88191502)

(版权所有 翻印必究)

目 录

第一章 导论	1
第一节 研究背景与问题的提出	2
第二节 研究思路与主要内容	3
第三节 研究的创新之处	5
第二章 文献回顾	6
第一节 20 世纪 50 年代末 ~80 年代初资本结构理论的历史演变	6
第二节 20 世纪 80 年代中后期资本结构理论的新发展	19
第三节 20 世纪 90 年代法与金融研究的兴起	29
第四节 21 世纪初期行为公司财务研究的兴起	40
第五节 文献述评	47
第三章 中国金融市场和上市公司相关制度背景	51
第一节 中国证券市场投资者法律保护的现状与国际比较	51
第二节 中国银行业改革的历史演变	59
第三节 中国上市公司资本结构的现状与国际比较	63
第四章 法制环境、金融发展与公司长期债务融资	72
第一节 引言	72
第二节 制度背景与研究假设	73
第三节 研究设计	74

第四节 实证结果与分析	77
第五节 本章小结	89
第五章 金融发展、银行贷款与公司投资	90
第一节 引言	90
第二节 制度背景与研究假设	91
第三节 研究设计	93
第四节 实证结果与分析	97
第五节 本章小结	115
第六章 总经理和董事长过度自信与资本结构	117
第一节 引言	117
第二节 制度背景与研究假设	118
第三节 研究设计	119
第四节 实证结果与分析	125
第五节 本章小结	138
第七章 总经理和董事长过度自信、融资偏好与 公司投资	140
第一节 引言	140
第二节 制度背景与研究假设	141
第三节 研究设计	142
第四节 实证结果与分析	144
第五节 本章小结	155
第八章 总经理过度自信与债务期限结构	157
第一节 引言	157
第二节 制度背景与研究假设	158
第三节 研究设计	160
第四节 实证结果与分析	162

第五节 本章小结	168
第九章 结论、启示与未来研究方向	170
第一节 主要研究结论	170
第二节 研究启示和建议	171
第三节 研究局限性与未来研究方向	172
参考文献	173

第一章

导 论

有关资本结构的研究主要是解释公司为投资而进行融资的证券组合和资金来源 (Myers, 2001)。1958 年, Modigliani 和 Miller 在“资本成本、企业理财和投资理论”一文中对“MM 定理”的提出, 正式拉开了财务学界对资本结构理论研究的序幕, 自此以后, 国外学者在放松“MM 定理”假设的条件下提出了诸如权衡理论、新优序融资理论、代理成本理论等各种资本结构理论, 并进行了大量的实证检验, 试图解释现实公司对资本结构的选择。然而经过 40 多年的理论发展, 人们对公司融资决策的理解仍然很有限 (Myers, 2001)。Rajan 和 Zingales (1995) 批评到, 先前关于公司融资决策的研究大多数建立在对美国公众公司研究的基础上, 而没有考虑到美国以外的制度环境下这些研究结果的稳定性, 从而也就很难确定已有的经验研究结果究竟支持哪一种资本结构理论。

在 20 世纪 90 年代法与金融研究兴起的背景下, 学者们开始探讨法律和金融发展等制度因素对公司资本结构决策的影响 (Demirgüç - Kunt and Maksimovic, 1996, 1999; Giannetti, 2003; Qian and Strahan, 2007)。与此同时, 随着 21 世纪初期行为公司财务研究的兴起, 基于管理者过度自信的企业融资行为研究对基于理性人假设的经典资本结构理论提出了新解释 (Heaton, 2002; Malmendier and Tate, 2005a; Hackbarth, 2008, 2009)。正如美国财务学家 Ritter (2005) 所指出的那样: “与先前的研究范式相比, 现在财务学研究的最新进展之一就是越来越关注法与金融, 尤其是公司治理方面的问题; 而另一大进展体现在众多的学者采用行为的方法来研究公司财务。”因此, 在上述研究背景下, 考虑美国以外的国家, 从制度环境与行为公司财务视角对这些国家的公司融资决策进行研究, 对理解现有的资本结构理论和开拓未来的资本结构理论都具有重要的理论与现实意义。

与美国公众公司相比, 中国上市公司所面对的外部制度环境和内部管理者行为都有显著的差异, 这使得有关中国上市公司的资本结构决策为我们更好地理解 and 拓展现有的资本结构理论提供了一个很好的研究背景。目前国内已有部分学者

从制度环境与行为公司财务方面对我国上市公司的资本结构决策进行了相关的实证研究（孙铮、刘凤委和李增泉，2005；方军雄，2007；余明桂、夏新平和邹振松，2006；等等），但是这些学者在研究的广度和深度方面还存在一定的不足。本书首先从制度环境的角度，分别考察法制环境与金融发展对我国上市公司长期债务融资的影响，以及金融发展对我国上市公司银行贷款控制效应的影响；然后从行为公司财务的角度，分别考察我国上市公司总经理和董事长的过度自信行为对公司资本结构、融资偏好以及债务期限结构决策的影响。

本章接下来的部分将说明如下几个问题：首先，简要述评资本结构理论的历史演变和最新发展，在指出现有研究的不足之处后导出本书所要研究的主要问题；其次，结合我国的制度背景，陈述本书的研究思路与主要内容；最后，阐明本书研究的创新之处。

第一节 研究背景与问题的提出

自 Modigliani 和 Miller (1958) 开创性地提出“MM 定理”以后，在过去 40 多年的时间里，资本结构理论已经从破产成本、税差学派、权衡理论以及后权衡理论等引入代理成本前的资本结构理论，演变到了包括资本结构信号模型、新优序融资理论、负债的代理成本、负债的控制效应以及资本结构与公司控制权市场理论等引入代理成本后的资本结构理论。目前国内外学者研究的重点集中于探讨一国投资者法律保护 and 金融发展对该国公司资本结构的影响，以及管理者的过度自信行为对公司资本结构的影响。尽管国内外学者沿着法与金融以及行为公司财务这两个方向对资本结构决策的研究取得了丰硕的成果，但是现有的研究还是存在着以下不足之处：

(1) 法与金融和资本结构研究方面。虽然法与金融的跨国研究结果表明，一国投资者法律保护 and 金融发展对该国企业的资本结构决策具有重要的影响，但是这些跨国研究存在一个共同的缺陷，即很难控制各国在会计准则、税收制度以及破产法规等方面的差异对这些研究结果可能产生的影响，而且这些研究得出的结论也并不完全一致。与此同时，现有的研究基本上是从各国间投资者法律保护 and 金融发展的横截面差异这一静态层面来开展相关的研究，而没有研究一国或多国投资者法律保护 and 金融发展的时间序列变化，即从动态层面考察投资者法律保护 and 金融发展的改革对企业资本结构决策的影响。

(2) 管理者过度自信和资本结构研究方面。一方面，现有的研究成果都是基于美国的公众公司，那么在世界其他国家，是否存在总经理或者董事长的过度自

信行为？总经理或者董事长的过度自信行为又会如何影响公司的财务决策？在治理水平不同的公司里，总经理或者董事长的过度自信对公司财务决策的影响又会出现怎样的差异？另一方面，现有的研究基本上集中于考察管理者的过度自信行为对公司总体负债比率以及股权融资或债权融资选择的影响。由于管理者在进行债务期限结构决策时面临着流动性风险和资产匹配等问题，而过度自信的管理者在进行财务决策时会低估与决策相关的风险，因此，当面临流动性风险和资产匹配问题时，过度自信的管理者会如何选择公司的债务期限结构还有待于进一步的研究。

针对以上研究现状，本书在借鉴国内外学者相关研究成果的基础上，首先从制度环境的角度，分别考察法制环境与金融发展对我国上市公司长期债务融资的影响，以及金融发展对我国上市公司银行贷款控制效应的影响；然后从行为公司财务的角度，分别考察我国上市公司总经理和董事长的过度自信行为对公司资本结构、融资偏好以及债务期限结构决策的影响。

第二节 研究思路与主要内容

本书分别从法与金融以及行为公司财务两个角度考察我国上市公司的资本结构决策：

(1) 法与金融方面。我国企业虽然在国家层面面临着大致相同的法制环境和金融发展水平，但是由于地区间资源禀赋、地理位置以及国家政策的不同，导致了各地区在政府干预程度、金融发展水平以及法制环境等方面呈现出较大的差异（樊纲和王小鲁，2007）。与此同时，我国新兴加转轨的国家特征，一方面决定了我国国有银行对企业尤其是国有企业的预算软约束（Kornai, Maskin and Roland, 2003）；另一方面，随着我国银行业改革的逐渐深入，国有银行对企业尤其是国有企业的预算约束也得到一定程度的硬化（Brandt and Li, 2003）。以上制度背景为本书围绕法与金融的研究框架，从我国地区法制环境与金融发展的横截面差异和银行业改革的时间序列变化两个层面开展资本结构的相关研究提供了良好的环境。

(2) 行为公司财务方面。一方面，Lee 和 Yates 等（1995）以及 Yates 和 Lee 等（1998）对过度自信的跨文化研究表明，与美国人相比，中国人更过度自信。这为本书开展管理者过度自信和资本结构的研究提供了基础。另一方面，与英、美等国家由总经理掌握公司控制权的公众公司有所不同，我国的上市公司主要由大股东所控制，由此使得作为股东利益最高代表的董事长可能会代表大股东的利

益,并参与公司的经营决策。与此同时,在公司董事会对总经理财务决策监督和控制的过程中,作为董事会会议召集人和主持人的董事长,同样会对公司的财务决策产生影响。也就是说,我国上市公司的董事长对公司的财务决策可能具有重要的话语权。这为本书开展董事长过度自信和资本结构的研究提供了条件。

全书共分九章,各章的主要内容如下:

第一章为导论,主要对本书进行简要介绍,具体包括研究背景与问题的提出,研究思路与主要内容以及研究的创新之处。

第二章为文献回顾,具体包括五个部分:第一部分回顾了20世纪50年代末~80年代初资本结构理论的历史演变,即从破产成本、税差学派、权衡理论以及后权衡理论等引入代理成本前的资本结构理论,逐渐演变为资本结构信号模型、新优序融资理论以及负债的代理成本等引入代理成本后的资本结构理论;第二部分回顾了20世纪80年代中后期资本结构理论的新发展,主要是负债的控制效应和资本结构与公司控制权市场理论这两大分支的提出以及相关实证检验;第三部分回顾了20世纪90年代法与金融研究的兴起,以及对资本结构相关研究的影响;第四部分回顾了21世纪初期行为公司财务研究的兴起,以及基于管理者过度自信的企业融资行为研究对经典资本结构理论提出的新解释;第五部分对现有国内外资本结构的相关研究进行了简要的述评。

第三章介绍了中国金融市场和上市公司的相关制度背景。首先是中国证券市场投资者法律保护的现状与国际比较,其次是中国银行业改革的历史演变,最后是中国上市公司资本结构的现状与国际比较。

第四章分别从我国上市公司长期债务融资的绝对数和相对数两个方面,从法与金融的视角来考察我国地区法制环境、金融发展以及它们之间的相互作用对上市公司长期债务融资的影响。

第五章从公司投资的角度,考察我国银行贷款对不同性质公司的控制效应,并在此基础上,分别从我国地区金融发展的横截面差异和银行业改革的时间序列变化两个层面,进一步研究金融发展对我国银行贷款控制效应的影响。

第六章以我国上市公司总经理和董事长的年龄、任职时间、学历以及教育背景作为管理者过度自信的替代变量,具体考察总经理和董事长的过度自信行为对我国上市公司资本结构决策的影响。

第七章从管理者个人特征的角度,分别以总经理和董事长的年龄、任职时间、学历以及教育背景作为管理者过度自信的替代变量,从公司投资的角度具体考察总经理和董事长的过度自信行为对我国上市公司内部或者外部融资偏好行为的影响。

第八章从总经理个人特征的角度,分别以总经理的年龄、任职时间、学历以

及教育背景作为管理者过度自信的替代变量，从流动性风险和资产匹配两方面来具体考察总经理的过度自信行为对我国上市公司债务期限结构的影响。

第九章为全书总结，具体包括研究的主要结论与启示，研究的局限性以及今后需要进一步研究的问题。

全书的框架结构如图 1-1 所示。

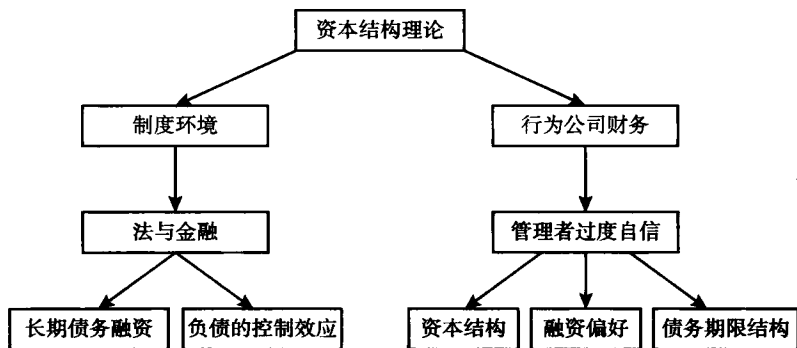


图 1-1 本书的研究框架

第三节 研究的创新之处

根据本书的研究视角，本书的创新之处主要体现在以下两个方面：

(1) 法与金融和资本结构研究方面。对于长期债务融资而言，本书不仅考虑了地区法制环境和金融发展对上市公司长期债务融资相对数的影响，而且考虑了对上市公司长期债务融资绝对数的影响，从而在一定程度上克服了国内外学者利用跨国或者跨地区数据研究存在的缺陷。对于负债的控制效应而言，本书不仅考察了我国不同期限银行贷款对不同性质公司的控制效应，从而弥补了国内现有研究的一些缺陷，而且分别从我国地区金融发展的横截面差异和银行业改革的时间序列变化两个层面，研究了金融发展对我国银行贷款控制效应的影响，这一研究有助于从动态层面考察我国地区金融发展和银行业改革的效果。

(2) 管理者过度自信和资本结构研究方面。本书从管理者个人特征的角度，采用总经理和董事长的年龄、任职时间、学历以及教育背景作为管理者过度自信的替代变量，在变量度量方面进行了一定的改进。与此同时，与国外学者主要研究总经理的过度自信行为不同，本书结合我国特有的制度背景，考察了我国上市公司董事长的过度自信行为对公司资本结构与融资偏好的影响。

第二章

文献回顾

第一节 20 世纪 50 年代末~80 年代初资本结构理论的历史演变

1958 年 6 月,《美国经济评论》第 48 卷发表了由 Modigliani 和 Miller 联合署名的题为“资本成本、企业理财和投资理论”的文章,在这篇以后成为资本结构理论史最为著名的经典文献中,Modigliani 和 Miller 提出了名垂史册的“MM 定理”^①。虽然 MM 定理的提出后来引起了大量学者的争论,但是 MM 定理的出现,标志着现代资本结构理论的诞生,也预示着现代资本结构理论取代传统资本结构理论成为资本结构理论的主流地位的革命的开始(沈艺峰,1999)。由于在 20 世纪 70 年代初期之前信息经济学还没有发展起来,因此,现代资本结构理论主要围绕破产、税收等影响企业最优资本结构的“外部因素”来展开研究。随着 20 世纪 70 年代信息经济学的迅速兴起,现代资本结构理论与之相衔接,从引入代理成本前的资本结构理论逐渐演变为引入代理成本后的资本结构理论。引入代理成本后的资本结构理论力图通过不对称信息理论中的“信号”、“契约”、“动机”和“激励”等概念,从企业的“内部因素”方面来展开对资本结构问题的分析(沈艺峰,1999)。引入代理成本后的资本结构理论具体又可以划分为两个发展阶段:20 世纪 70 年代后期至 20 世纪 80 年代初期的萌芽和衔接阶段,以及 20 世纪 80 年代中后期的成熟和拓展阶段。

^① “MM 定理”具体包括三条定理。定理 1:任何企业的市场价值与其资本结构无关,它取决于按照与其风险等级相适应的预期收益率进行资本化的预期收益。定理 2:股票每股预期收益率等于与其处于同一风险等级的纯粹权益流量相适应的资本化率,再加上与其财务风险相关的溢价。其中财务风险是以负债权益比率与纯粹权益流量资本化率和利率之间差价的乘积来衡量。定理 3:企业投资决策的选择点在所有风险等级下只能是纯粹权益流量资本化率,它完全不受为投资提供融资的证券类型的影响。

一、引入代理成本前的资本结构理论

现代资本结构理论以 MM 定理为中心,前面承接 Willams、Graham 和 Dodd 等传统理论,往后主要沿着两条主线发展,一条以 Farrar 和 Selwyn、Stapleton 等为代表,主要探讨税收差异对资本结构的影响,这个学派最后演变到 Miller 手中达到顶峰,形成著名的 Miller 均衡;另一条是以 Baxter、Stiglitz、Altman 和 Warner 等为代表,重点研究破产成本与资本结构的关系问题,以后再派伸到财务困境成本里面去。这两大主线最后再归结到 Robichek 和 Myers、Kraus 和 Litzenberger、Scott 等人所倡导的权衡理论,在遭到 Miller 的强烈批评后,权衡理论又复苏为 DeAngelo 和 Masulis 以及 Kim 等为首的后权衡理论(沈艺峰,1999)。

Baxter (1967) 最早从理论上说明了破产成本^①对资本结构的直接影响,Baxter 指出,每个企业都存在一个“可为债权人接受的债务水平”,一旦企业债务水平超过这一“可接受”水平,过度负债所伴随的风险将提高企业的平均资本成本,从而增加企业“破产”的可能性,由于破产事件是要发生真实成本的,所以过度的债务融资必然会减少企业的总价值。Stiglitz (1969) 和 Baron (1974) 随后进一步把破产成本引入 MM 定理,证明了 MM 定理在存在破产成本时仍然可能成立。Warner (1977) 最早对破产成本的大小进行了测度,他以 1933 ~ 1955 年间在《破产法》第 77 款下 11 家宣告破产的铁路企业为例,发现“平均破产成本约为企业破产前夕市场价值的 1%”^②。然而 Altman (1984) 批评 Warner (1977) 对破产成本的定义既狭窄又不完全,其中最大的问题是 Warner (1977) 没有度量破产的间接成本。Altman (1984) 随后提出了一个度量间接破产成本的模型,并对破产成本重新进行了测度,他发现平均破产成本是企业破产前三年市场价值的 11% 到 17%。Gordon (1971) 最早从理论上阐述了财务困境成本^③对企业最优资本结构的影响,Gordon 认为财务困境的代价很高,会深刻地影响到企业

① 按照 Warner (1977) 的定义,破产成本有两类:直接成本和间接成本。直接成本包括律师和会计师的费用、其他职业性费用以及花费在破产行政管理上的管理时间的价值。间接成本包括销售和利润的丧失以及企业除非按照十分恶劣的条款、否则将无力获得信贷或发行证券的可能性。

② 参见 Warner:《破产成本:某些证据》,载于《财务学刊》1977 年第 32 卷,第 338 页。

③ 财务困境成本的概念包括破产成本概念在内,根据 Wruck (1990) 的观点,财务困境成本包括三部分:一是法律、管理和咨询费用;二是间接成本,包括因财务困境影响到企业经营能力,至少减少对企业产品的需求,以及在《破产法》第十一章下没有债权人许可不能做决策等;三是管理层花费的时间和精力。

最优资本结构^①。由于 Modigliani 和 Miller (1958) 在提出 MM 定理时并没有对各种税收差异对企业最优资本结构的影响展开充分的讨论, 由此引起后来的学者对各种税收差异如何影响最优资本结构的探究, 并产生了现代资本结构理论的税差学派。现代资本结构理论的税差学派实际上不是一个流派, 而是许多学者关于税收差异对资本结构所起影响的各种观点和看法。Farrar 和 Selwyn (1967) 以及 Stapleton (1972) 较早地研究了企业所得税、个人所得税和资本利得税的差异对企业最优资本结构的影响。Miller (1977) 则提出了著名的 Miller 均衡, 他认为, 对于一个较大范围内的对普通股股票和债券征收的个人所得税以及企业所得税来说, 一个层面上税收减免的好处可以被另一个层面上税收增加的劣处所抵消。当个人在缴纳债券收益个人所得税后的边际收益等于其缴纳普通股收益个人所得税后的边际收益时, 不论企业是使用债务融资还是权益融资, 都无法获得税收上的利益好处, 这时, 债券市场可以被看做是一个均衡市场。权衡理论是建立在纯粹的税收利益和破产成本相互权衡的基础上。Robichek 和 Myers (1966) 对权衡理论思想做了最清楚的表述, Robichek 和 Myers 明确说: “债务结构的最优水平就处在同财务杠杆边际递增相关的税收利益现值和同财务杠杆不利的边际成本现值相等之点上。”^② Kraus 和 Litzenberger (1973)、Scott (1976) 则运用模型进一步证明了 Robichek 和 Myers (1966) 的观点。但是 Miller (1977) 却提出, 在一定条件下, 企业负债的税收好处正好被个人负债的税收付出所抵消, 所以, 无论企业利用可以利息抵税的债务或者股票, 都“不可能有所收获”。Miller 的这一观点实际上等于撤掉了权衡理论的两大支柱之一, 即企业负债没有利息抵税上的利益来与破产成本进行权衡。权衡理论的基础被极大地动摇了, 由此则产生了企图把 Miller 的市场均衡模型与权衡理论协调起来的后权衡理论。DeAngelo 和 Masulis (1980) 提出了后权衡理论的若干重要观点: (1) 由会计制度上的折旧和投资税减免等税收方面的非负债所产生的抵税利益本身就足以推翻 MM 定理。(2) 把所有供给方面的调整因素都加以考虑后, 现实中的税收法规就暗示每个企业在市场均衡时存在一个唯一的内部最优财务杠杆决策。(3) 一个唯一的内部最优资本结构是否存在并不需要引入破产成本、代理成本或其他与负债相关的成本。Bradley、Jarrell 和 Kim (1984) 也完整地提出了后权衡理论关于“最优资本结构

^① 但是 Wruck (1990) 认为已有的文献只注重研究财务困境成本问题, 却完全忽略了财务困境可能产生的利益, 这些利益包括促进企业组织、管理和结构的变化, 使企业的资源向更能产生价值的地方流动, 以及更好地利用现有资源来创造价值。此外, 在《破产法》第十一章保护下, 可以使谈判过程得到管理等利益。

^② 参见 Robichek 和 Myers: “最优资本结构理论”, 载于《财务数量与分析学刊》1966 年第 1 卷, 第 19 页。

就在于净负债税收利益与负债相关成本相互权衡”的思想^①。

吴联生和岳衡（2006），张波涛、李延喜和翟欣欣（2008），王跃堂、王亮亮和彭洋（2010），李增福和李娟（2011）等研究了我国所得税税率变动对上市公司资本结构的影响。吴联生和岳衡（2006）以我国取消“先征后返”所得税优惠政策为研究事件，考察了公司税率外生性变化对我国上市公司资本结构的影响。他们的研究表明，原来享受“先征后返”优惠政策的公司，由于取消“先征后返”优惠政策提高了公司税率，考虑到利息的税收抵减效应，这些公司相应提高了财务杠杆，而且这些公司提高财务杠杆的方法是增加公司债务融资，而不是降低所有者权益。张波涛、李延喜和翟欣欣（2008）基于前景理论，考虑决策者“敏感性递减”心理，以2002年部分中国上市公司的所得税税率提高为背景，研究了所得税费用对我国上市公司资本结构税率敏感性的影响。他们发现，当税率提高时，负债水平越高、规模越小、息税前利润越低的公司提高负债水平的幅度越大。王跃堂、王亮亮和彭洋（2010）以我国2007年通过的新企业所得税法为背景，研究了企业所得税法外生性变化对我国上市公司资本结构的影响。他们发现，所得税改革后，税率降低的企业明显降低了债务水平，而税率提高的企业明显提高了债务水平，并且企业在所得税改革中获得的“与投资有关税盾”与债务水平的变化负相关。他们进一步地研究发现，当企业的税率提高时，非国有企业会比国有企业增加更多的债务；而当企业的税率降低时，非国有企业会比国有企业减少更多的债务。李增福和李娟（2011）同样以我国2007年企业所得税改革为背景，研究了税率变动对资本结构的影响以及资本结构的调整方式。他们的研究表明，税率提高的企业提高了财务杠杆，税率下降的企业降低了财务杠杆。与此同时，资本结构的变动对税率上升更为敏感。他们进一步地研究发现，税率提高的企业和税率降低的企业调整财务杠杆的方式并不相同，税率提高的企业主要通过增加流动负债来提高债务水平，而税率下降的企业主要通过增加未分配利润来降低债务水平。

二、引入代理成本后的资本结构理论

在20世纪70年代后期至20世纪80年代初期的萌芽和衔接阶段，通过引入委托代理关系和代理成本的概念，引入代理成本后的资本结构理论主要发展为三

^① Masulis（1983）对资本结构的变化对企业价值影响的实证研究发现：（1）普通股股票价格的变动与企业财务杠杆水平的变动呈正相关关系。（2）企业价值的变动与其负债水平的变动呈正相关关系。（3）能够对企业价值变动产生影响的负债水平的变动范围介于0.23~0.45之间。Masulis的这些结论为后权衡理论提供了非常有力的支持。

支,即资本结构信号模型、新优序融资理论以及负债的代理成本理论^①。

(一) 资本结构信号模型

在 Akerlof (1970) 和 Spence (1974) 等人建立的信号模型被广泛的运用到财务学研究领域后,资本结构理论产生了许多非常有名的模型,主要的信号模型有 Leland—Pyle 模型和 Ross 模型^②。Leland 和 Pyle (1977) 认为,传统的资本结构理论都是建立在信息对称的假设之上,而在信息不对称的情况下,虽然企业家知道他们所投资的项目的质量,但是贷方却无法区分出其好坏,市场价值所反映出来的只是投资项目的平均质量。为了使好的投资项目获得融资,借贷双方就必须交流信息,这种信息可以通过企业家的行动来传递,如掌握内部信息的企业家本身也对申请融资的项目进行投资。企业家本身也对融资项目进行投资的意愿实际上向贷方传递了有关项目真实质量的信号,贷方由此根据企业家传递的信号对项目进行相应的估价。在市场对企业家本身投资进行估价的均衡条件下,Leland 和 Pyle 提出了反 MM 定理的命题:对于任何投资项目期末的预期价值而言,项目的风险越大,意味着债务的最优水平越低,即与可能的破产成本无关,带有风险性收益的企业,其最优负债水平也越低。Leland 和 Pyle 解释说,在一个信息不对称的世界里,由于交易成本的存在,企业债务水平(D)的存在是与企业家自愿投资项目比例(a)的变动相关的,而 a 的变动会引起预期收益的变化,也就影响到了企业价值(V)的变化,因此,“表面相似的企业,其 V 和 D 之间存在一种统计上的,但不是因果上的关系”^③。Ross (1977) 认为,在信息不对称情况下,由于存在道德风险,质量差的企业会仿效质量好的企业向市场传递出相同的信号,因此投资者无法甄别出这两类企业之间的价值差异,唯一能够使它们区分开来的方法就是再深入考虑投资者的激励机制。按照 Ross 的观点,管理者是“企业内部信息的处理者”^④,只有掌握别人所不能得到的信息,管理者才能作出负责任的决策,同时,作为企业股东的代理人,管理者的报酬与他们的决策有直接的联系。Ross 把这种联系称为激励方案,管理者的实际行为是为了使他们激励方案的价值最大化。由于在 Ross 这个特意给定的激励方案中没有生产参数,唯

① 从信息经济学的范畴来看,资本结构信号模型、新优序融资理论以及负债的代理成本理论都是建立在信息不对称的基础之上,而信息不对称是产生代理成本的一个重要条件,因此可以把它们都归为引入代理成本后的资本结构理论。

② Talmor (1981) 模型、Heinkel (1982) 模型和 Blazenko (1987) 模型则可以看做是这两个模型的修正和扩展。

③ 参见 Leland 和 Pyle:《信息不对称,财务结构和金融中介》,载于《财务学刊》1977 年第 32 卷,第 382 页。

④ 参见 Ross:《财务结构的确定:激励—信号方法》,载于《贝尔经济学刊》1977 年第 8 卷,第 27 ~ 28 页。

一可供管理者选择的参数是负债,因此管理者所能做的是通过对负债的确定来使自己报酬方案的价值最大。根据 Spence 的信号均衡理论,投资者把企业的负债水平作为区分质量好的和质量差的企业的信号,在信号均衡时,两个企业都向市场传递正确有效的信号,质量差的企业的管理者没有误传信号、冒充质量好的企业的动机。由此 Ross 认为,由于负债比率的增加提高了市场对企业价值的评价,因此,企业的价值随负债比率的增加而增加。

(二) 新优序融资理论

Myers (1984) 在《资本结构之谜》一文中提出了新优序融资理论,从而正式拉开了把不对称信息引入到资本结构理论研究中来这个大舞台的序幕(沈艺峰,1999)。Myers 提出的新优序融资理论有三个基本点,在信息不对称下,这些基本点就是:(1) 企业将以各种借口避免通过发行普通股或其他风险证券来取得对投资项目的融资。(2) 为使内部融资能满足达到正常权益投资收益率的投资需要,企业必然需要确定一个目标股利比率。(3) 在确保安全的前提下,企业才会计划通过向外部融资以解决其部分资金需要,而且会从发行风险较低的证券开始。Myers 认为这样就很好地从理论上解释清楚“优序融资理论的两个中心思想:偏好内部融资;如果需要外部融资,则偏好债务融资”^①。在 Myers 和 Majluf (1984)《企业知道投资者所不知道信息时的融资和投资决策》一文中,他们则充分展开了 Myers (1984) 在《资本结构之谜》一文中提出的不对称信息下的新优序融资理论。Myers 和 Majluf 认为在不对称信息下,管理者(内部人)比市场或投资者(也称外部人)更为了解企业收益和投资的真实情况。外部人只能根据内部人所传递的信号来重新评价他们的投资决策。企业资本结构、财务决策或股利政策都是内部人传递信号的手段。假设企业为投资新项目必须寻找新的融资方法,先考虑证券发行情况,由于管理层比潜在的投资者更为知道投资项目的实际价值,如果项目的净现值是正的,说明该项目具有较好的获利能力,此时管理者代表老股东的利益,他们不愿意发行新股以免把包含有项目好消息的信号传递给投资者,从而把投资收益转让给新的股东(投资者)。投资者在知道管理者这种行为模式后,自然变成把企业发行新股信息当成一种坏信息,在有效市场假设下,投资者会根据项目价值重新进行估价,从而影响到投资者对新股的出价,企业融资成本可能变成超过净现值,由此可以看出信息不对称对企业融资和投资决策的影响。

Myers (1984) 提出的新优序融资理论最初缺乏实证检验证据上的支持,因

^① 参见 Myers:《资本结构之谜》,载于《财务学刊》1984 年第 39 卷,第 585 页。