

中国上市公司资本结构与 融资行为异化及治理研究



*hongGuo ShangShi GongSi ZiBen JieGou Yu
RongZi XingWei YiHua Ji ZhiLi YanJiu*

◎ 张嘉兴 / 著

财务与会计监管理论研究文库

国家自然科学基金资助项目《中国上市公司

融资行为异化与治理研究》(70940010)

中国上市公司资本结构与 融资行为异化及治理研究

张嘉兴 著

经济科学出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

中国上市公司资本结构与融资行为异化及治理
研究/张嘉兴著. —北京: 经济科学出版社, 2012. 6
(财务与会计监管理论研究文库)
ISBN 978 - 7 - 5141 - 1874 - 2

I. ①中… II. ①张 III. ①上市公司 - 资本的有机
构成 - 研究 - 中国②上市公司 - 融资 - 研究 - 中国
IV. ①F279. 246

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2012) 第 080072 号

责任编辑: 纪晓津
责任校对: 王凡娥
责任印制: 王世伟

中国上市公司资本结构与融资行为异化及治理研究

张嘉兴 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](http://www.esp.com.cn)

电子邮件: [esp@ esp. com. cn](mailto:esp@esp.com.cn)

北京中科印刷有限公司印装

787 × 1092 16 开 17.75 印张 280000 字

2012 年 6 月第 1 版 2012 年 6 月第 1 次印刷

ISBN 978 - 7 - 5141 - 1874 - 2 定价: 38.00 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)

前 言

公司融资结构的决策会影响到企业剩余收益的分配、企业剩余控制权以及公司的治理结构，最终会影响到企业的价值和资本市场健康发展。自 20 世纪 50 年代至今的半个多世纪中，对公司融资结构的研究是财务管理和国际金融理论界与实务界研究的热门话题之一，随着中国经济的健康稳步的发展，中国资本市场机制的不断完善和投融资体制改革的深化，中国企业也有了更多的融资渠道可以选择。但是，由于我国资本市场的发展还处于初级阶段，受到政府干预、资本市场制度不健全、公司治理效率低下等制度因素的影响，我国上市公司形成了“重股权融资、轻债权融资；重短期债权融资、轻长期债权融资”等异化的融资行为。基于上述原因，本书在研究我国上市公司资本结构的基础上，以政府和制度等国家层面的影响因素为研究主线，从宏观视角和微观视角两个层面入手，通过理论分析和实证检验相结合的方法探寻我国上市公司融资行为异化的成因及其治理策略。本项研究成果对中国上市公司融资结构优化以及公司治理结构的优化具有重大的参考价值。

本书是张嘉兴教授主持的国家自然科学基金资助项目“中国上市公司融资行为异化与治理研究（70940010）”的研究成果。本书分为上下两篇，上篇主要研究了我国上市公司资本结构状况，为下篇研究提供线索和条件；下篇主要研究我国上市公司融资行为异化，并分别提出相应对策。参加本书著述工作的主要有张嘉兴、张俊民、邢维全、李昊、胡国强等，上篇由邢维全负责具体执笔撰写，下篇根据李昊在项目研究期间撰写的博士论文整理而成。天津财经大学会计学专业部分博士、硕士研究生参加了项目研究资料收集与整理工作。

由于作者水平所限，书中疏漏不当之处在所难免，请读者批评指正！

本书的出版得到经济科学出版社的大力支持与帮助，在此表示衷心的感谢！

作者

2012 年 3 月



上篇：中国上市公司融资结构研究

第1章 引言	3
1.1 研究背景与意义	3
1.2 文献综述	4
1.3 研究目标与研究方法	11
第2章 公司融资结构一般理论分析	13
2.1 融资结构含义及其拓展	13
2.1.1 融资结构的含义	13
2.1.2 相关概念的分析与拓展	14
2.2 融资结构理论演进与发展	15
2.2.1 早期资本结构理论	16
2.2.2 现代资本结构理论	18
2.2.3 新资本结构理论	23
2.3 公司治理与融资结构的关系	28
2.3.1 公司治理与融资结构：一个概述	28
2.3.2 文献回顾	32
2.3.3 实证研究及结果分析	35
2.3.4 政策建议与局限性	48
2.4 影响企业融资结构的外部因素分析	49
第3章 上市公司融资结构的一般经验分析	55
3.1 股权融资与债权融资的对比分析	55
3.1.1 股权融资与债权融资：中外企业资本结构的对比分析	55

3.1.2	股权融资成本与债权融资成本的对比分析	58
3.2	我国上市公司融资行为的特征分析	60
3.2.1	融资结构与企业绩效研究文献	60
3.2.2	中国上市公司融资结构与经营绩效的实证研究	63
3.3	我国上市公司融资行为特征成因分析	70
3.3.1	我国上市公司融资行为特征的成因	70
3.3.2	优化上市公司融资结构的建议和对策	72
第4章	上市公司股权融资结构分析	74
4.1	股权融资结构的含义及其分类	74
4.1.1	融资偏好与股权融资结构的含义及分类	74
4.1.2	国内相关文献回顾	75
4.2	我国上市公司股权融资结构分析	79
4.2.1	研究方法 with 数据选取	79
4.2.2	实证结果的描述与解析	83
4.2.3	研究结论及建议	84
第5章	上市公司债权融资结构分析	86
5.1	债权融资结构的含义及其分类	86
5.1.1	债权融资的含义及特点	86
5.1.2	债权融资结构的分类	87
5.2	我国上市公司债权融资结构分析	88
5.2.1	债务期限结构分析	88
5.2.2	短期债务结构的行业特征实证分析	112
第6章	上市公司融资结构调整与优化对策研究	123
6.1	我国上市公司融资结构存在问题分析	123
6.2	我国上市公司融资结构调整与优化的路径选择	124
6.2.1	我国上市公司融资结构特征的理论分析	124
6.2.2	我国上市公司融资结构形成的原因及其调整 与优化	128
6.3	我国上市公司融资结构调整与优化对策建议	129

第 7 章 研究结论与局限性	133
7.1 研究结论	133
7.2 研究的局限性	134

下篇：中国上市公司融资行为异化及对策研究

第 8 章 上市公司融资行为异化问题的提出	137
8.1 研究背景与意义	137
8.1.1 研究背景	137
8.1.2 研究意义	139
8.2 重要概念界定	141
8.2.1 异化的概念	141
8.2.2 融资行为异化	143
8.3 研究思路与方法	145
8.3.1 研究思路	145
8.3.2 研究方法	147
8.4 内容框架与创新之处	147
8.4.1 内容框架	147
8.4.2 创新之处	149

第 9 章 上市公司融资行为异化的表现与检验	151
9.1 公司、融资工具与我国上市公司融资环境分析	151
9.1.1 公司的本质	152
9.1.2 融资工具	155
9.1.3 我国上市公司融资环境	157
9.2 我国上市公司融资行为异化的表现	164
9.2.1 制度背景与我国上市公司平均资产负债表分析	164
9.2.2 资本结构异化特征分析	166
9.2.3 债务期限结构异化特征分析	168
9.3 我国上市公司融资行为异化的实证检验	171
9.3.1 相关文献回顾与模型构建	171
9.3.2 数据与样本	174

9.3.3	检验结果与结论	175
9.4	本章小结	181
第10章	预算软约束与上市公司融资行为异化：宏观 视角分析	182
10.1	制度与融资行为：理论分析框架	182
10.1.1	影响公司融资行为的社会制度	182
10.1.2	产权性质	184
10.1.3	投资者法律保护	187
10.1.4	金融市场发展	190
10.2	预算软约束与融资行为异化的理论分析	192
10.2.1	制度特征、宏观经济变量与公司融资研究的 进展与反思	192
10.2.2	预算软约束理论概述	196
10.2.3	预算软约束对融资行为异化的作用机理	199
10.3	预算软约束与融资行为异化的实证检验	203
10.3.1	问题的提出	203
10.3.2	文献回顾与假设的提出	204
10.3.3	数据与样本	207
10.3.4	模型构建与检验	210
10.4	本章小结	217
第11章	利益冲突、过度投资与上市公司融资行为异化： 微观视角分析	219
11.1	融资契约主体利益冲突与博弈	219
11.1.1	基于伯利—米恩斯（Berle - Means）范式的 分析	220
11.1.2	基于 LLSV 范式的分析	223
11.2	过度投资与融资行为异化的理论分析	225
11.2.1	我国上市公司股权特征和公司治理问题	225
11.2.2	大股东控制与过度投资	230
11.2.3	过度投资与融资行为异化的作用机理	233

11.3	过度投资与融资行为异化的实证检验·····	236
11.3.1	过度投资与资本结构异化的经验检验·····	236
11.3.2	过度投资与债务期限结构异化的经验检验·····	243
11.4	本章小结·····	245
第12章	本篇研究结论和政策建议·····	246
12.1	研究结论·····	246
12.2	政策建议·····	248
12.2.1	改革官员晋升机制，深化产权改革·····	248
12.2.2	加强投资者的法律保护·····	250
12.2.3	优化资本市场结构·····	253
12.2.4	完善上市公司微观治理结构·····	256
12.3	研究局限与展望·····	257
	参考文献·····	258

上篇：

中国上市公司融资结构研究

第1章 引言

1.1 研究背景与意义

斯图尔特·C. 迈尔斯在其论文《资本结构之谜》中这样写道：“‘公司如何选择它们的资本结构？’回答再一次是，‘我们不知道’。”可见，资本结构问题（或称融资结构问题）是一个一直困扰着相关研究者的“谜团”，而正是“谜团”不断地激励着我们进行新的探索。自1990年12月和1991年4月上海证券交易所和深圳证券交易所正式开业至今，中国资本市场经历了将近20个春秋，为中国经济的发展做出了巨大贡献。根据中国证监会2010年4月公布的数据，中国目前境内上市公司数为1837家，股票总发行股本26994.82亿股，股票市价总值227905.5亿元。当然中国资本市场离成熟的有效的市场还有较大差距，中国上市公司的决策行为还带有许多“计划经济”时代的烙印。面对中国的资本市场、面对中国的上市公司，有许多问题值得深入探究。在众多的研究议题中，我们特别关注上市公司的融资行为，特别是融资结构问题。

对公司融资结构的研究是自20世纪50年代以来，金融理论界研究的热门话题之一，理论研究和实证验证热度不减。特别是对转型中国家的上市公司融资结构的理论及实证研究，更是近几年国外许多金融界的专家、学者研究的热点领域。中国作为世界上最大的发展中国家，世界上发展潜力最大的资本市场，中国的上市公司的融资结构特征更值得中国学者深入研究。随着中国市场经济体制的发展和完善，中国将来会有更多的企业上市，有更多的企业通过发行股票来筹集所需资金。当中国企业面对多种融资渠道时，它们应该如何选择？如何确定企业的融资结构？其依据是什么？在安排融资结构决策中应考虑哪些因素？融资结构如何对企业的价值产生影响？这些都是中国从事金融理论研究的专家学者以及企业决策者特

别关注的问题。此外,国外融资结构理论中的“权衡理论”、“优序(pecking order)理论”和“激励理论”是否也适用于中国的上市公司?决定中国上市公司融资结构的因素是否与成熟市场经济国家以及其他转型经济中国具有相似之处?中国上市公司的融资结构呈现何种特点?对于以上问题的解决将对中国上市公司的融资决策具有巨大的参考价值。

1.2 文献综述

企业融资结构的研究起源于20世纪初,20世纪50~60年代得到迅速发展。莫迪格莱尼与米勒(Modigliani and Miller, 1958, 1963)提出著名的MM理论和其修正定理,以后经过权衡理论、激励理论、不对称信息理论及控制权理论的补充和完善形成了现代企业优序融资理论。该理论的主要观点是:①由于企业所得税的节税利益,债务融资可以降低企业的融资成本,增加企业的价值,即负债越多企业价值越大。但随着企业负债比例的提高,由债务上升而形成的企业风险和费用增加,从而导致企业价值下降。因此,企业最佳融资结构应该是在负债价值最大化和债务上升所带来的财务危机成本之间的平衡点。②由于信息的不对称,企业经营者对企业状况比外部投资者有着更多的了解,后者往往是根据前者的融资决策判断企业的经营状况。债务融资是一个积极的信号,它表明经营者对企业外来的收益有较高的期望同时,债务融资所带来的控制权损失最小,比股权融资更能有效防止企业被兼并,但债务的增加会使企业陷入财务危机。所以,在市场经济条件下,企业优序融资的模式是先内源融资,再债务融资,最后再股权融资;罗比切克(Robichek)和梅耶斯(Myers)(1966)之后探讨了所得税和破产成本同时存在对于企业价值的影响,提出了权衡理论。后来在考斯、李真柏格、斯科特和金等人的发展下,进一步完善起来,基本论点是:制约企业无限追求免税优惠或高负债的关键因素是因债务增加而增加的企业风险和费用,即破产成本。企业的债务增加,一方面负债节税收益增加;另一方面企业陷入财务困境甚至破产的可能性也会增加。因此企业最佳的资本结构应当是在负债价值最大化和因债务增加而带来的财务困境成本之间选择的最优点;詹森和麦克林(Jensen and Meckling, 1976)则提出了代理学说,其从管理者的角度提出,只要市场是有效的,权益和负债定价就能够无偏差地反映企业代理关系所产生的监督和

重置成本，那么，企业最优融资结构应该是在给定内部资金水平下能够使代理成本最小的权益和负债比例；梅耶斯和麦基里夫（Myers and Majluf, 1984）从不对称信息方面研究了融资结构，其观点称之为“融资优序理论”，即融资结构是在企业为新项目筹资的愿望的驱使下形成的，融资先通过内部资金进行，然后通过低风险的债券，最后才不得不采用股票。“融资优序论”最重要的经验含义是：发行股票的消息一经宣布，企业现行股票的市场价值就会下降，而通过内部资金或无风险债券则不传递任何有关于企业的信息，也不会引起股票价格的下降；哈里斯和雷维（Harris and Raviv, 1988）从企业控制权等方面对融资结构进行了研究，他们认为，融资结构的选择就是控制权在不同证券持有人之间分配的选择，最优的负债比例是在该负债水平上，导致企业破产时将控制权从股东转移给债权人是最优的。最优融资解应该保证在任何情况下，社会收益最大化，而不是某一部分投资者的收益最大化。

近几十年来，有关融资结构的研究主要集中在企业融资结构与企业价值的关联性上（刘淑莲，2002）。MM 理论论证了二者之间的无关性，以后的理论分析都是对改变这种无关性的一种修正，通过放松 MM 理论的严格假设来推进融资结构决定因素的分析，并把所放松的某一假定看成是决定企业融资结构的因素之一。由于不同的理论，其所分析的角度和假定的条件存在较大差异，因而分析结论并非一致。哈里斯和雷维（1991）在《融资结构理论》一文中，对各种企业融资结构理论进行了综合比较分析后认为，不对称信息、激励、契约、接管以及要素市场对企业融资结构有决定性作用。加布里埃尔·哈瓦维尼和克劳德·维埃里（Gabriel Hawawini and Claude Riallet, 1999）则通过对负债融资利弊的分析，将影响企业融资结构的因素分为基本因素（所得税、财务危机成本）和次要因素（股权与债务代理成本、保持控制权、信息不对称、股利政策、财务弹性等）。正是这些因素的相互作用、相互影响，为企业融资结构提供了更多的选择可能。

20 世纪末，有关于融资结构与治理结构的研究逐渐成熟。最早注意到企业融资结构与治理结构的内在联系的是威廉姆森（Williamson, 1988），他从企业的融资手段也是企业的治理手段出发，认为企业的融资手段也必然是从企业的治理手段出发，认为企业的融资治理的环境可以成为“有效契约环境”，有效契约环境隐含的一个契约就是融资契约。威廉姆森认为，在市场经济条件下的企业中，债务和股权不应只看作是可替代

的金融工具,而且还可以看作是可替代的治理结构;哈特(Hart, 1995)指出,给予经营者以控制权和激励并不重要,关键问题是要设计出合理的融资结构,限制经营者以投资者的利益为代价而追求自身目标的能力;阿洪和博尔顿(Aghion and Bolton, 1992)认为,债务融资和股权融资不仅收益索取权不同,而且控制权安排上也不同。企业融资结构的选择就是控制权在不同债券持有者之间分配的选择,最优的负债比例是在该负债水平上导致企业破产时将控制权从股东转移给债权人;青木昌彦(1995)则认为融资结构之于现代公司的重要性,不仅体现在融资成本与公司的市场价值方面,更重要的影响着公司经理、股东和债权人之间的契约关系,即影响着公司的治理结构。

我国学者对于融资结构的研究始于对资本结构影响因素的研究,早期的研究是检验国外文献中提到的资本结构的决定因素。陈晓、单鑫(1999)采用了截面研究的方法,以1997年为研究窗口,选取1995年9月以前上市的81家公司为研究对象,考察了财务杠杆对于资本成本的影响。实证结果发现,长期财务杠杆与上市公司的加权平均资本成本、权益资本成本存在显著的负相关关系;陆正飞、辛宇(1998)运用实证方法,以净利润/主营业务收入作为解释变量,进行回归,回归结果发现,发现传统理论中提到的行业因素对于融资结构有显著的影响,而获利能力则与负债比率成显著负相关;宏锡熙、沈艺峰(2000)同样采用陆文的方法,以净利润/主营业务收入作为解释变量,上海证券交易所221家上市公司进行实证分析,回归结果却发现企业盈利能力越强,负债水平越高,而公司权益、成长性和行业因素则对企业融资结构影响不甚显著;王娟、杨凤林(2002)采用截面法,对845家上市公司1999~2000年的财务数据和相关统计数据进行研究,结果发现资本成本WACC与负债比率负相关,我国公司的资本结构处于“权衡理论”关于资本结构与资本结构趋势图的前半段;郭鹏飞、孙培元(2003)通过对沪深股市上市公司进行行业分类,全面深入的研究了资本结构的行业特征,研究结构表明:①中国上市公司存在最优资本结构,行业是其重要因素之一。②不同行业上市公司的资本结构具有显著差异,约9.5%的公司间资本结构的差异可以由公司所处行业门类所解释。③同一行业间资本结构具有稳定性,其研究结构与陆正飞研究结构相同,而沈艺峰的实证结构则出现不同的结构,可能是由于沈的研究没有专门针对行业特征而造成的。沈维涛、叶晓铭(2004)则以EVA作为解释变量,分别解释长期负债率和短期负债率和总负债率,

发现长期负债率可以通过 T 检验,而短期负债率和总负债率可以通过滞后的 EVA 检验,说明 EVA 对资本结构有着显著的影响,但往往表现出滞后性。万萍(2009)在其研究基础之上,则希望能引入 EVA(经济增加值)对上市公司进行考核,可以使上市公司在进行融资决策时,在考虑债务成本的同时,意识到股权融资也是有成本的,正确引导上市公司的投资决策,提高经济使用率。沈艺峰等(2009)年以参考 La Porta 等(1998)以及 Djankov 等(2008)的方法投资者保护指数作为被解释变量,发现公司投资者保护指数与负债比率和负债权益比之间成显著负相关关系,说明投资者保护执行情况是影响我国上市公司资本结构的重要因素之一,不同公司在投资者保护执行上的差异影响了公司的外部融资行为,只有在加强中小投资者股东权利立法保护的同时,真正落实投资者保护的各项措施的实施,才能有助于公司更好地利用权益资本。

之后,随着我国企业融资结构问题的凸显,出现了我国上市企业融资行为存在的与经典理论产生的异化行为的研究,尤其是股权偏好行为的存在和分析其存在的原因。张兆国、陈华东、唐丽(2001)研究指出,我国国有股管理体制改革滞后,产权清晰、政企分开、责任明确、监督有力的新体制尚未建立起来,因而存在着国有股多头管理、国有股委托监管不力、股权代表行为不规范等现象,即“所有者缺位”;黄少安和张岗(2001)提出了股权融资偏好的推测,即由于股权融资的实际成本远远低于债务融资成本以及深层制度原因(如股票发行制度、股权融资软约束、业绩考核制度和内部人控制),上市公司偏好股权融资。他们认为存在股权偏好的重要原因是中国上市公司中大量存在的内部人控制,其产生原因是国家股、国有法人股比重过大等原因而内生的;失去控制的内部人能够完全控制公司,基本上可以按照自己的意志和价值取向选择融资方式和安排融资结构使上市公司可以按照自己的选择融资方式和安排融资结构,使上市公司可以大量、低成本的套取股东的钱,却不必高效地使用这些钱,这必然导致股权融资的强烈偏好;而阎达伍(2001)通过对 1999~2001 年沪市上市公司的实证研究,发现在具有配股资格的公司,一般会使用其配股的资格,而没有达到配股要求的公司,甚至会采用包装净资产收益率的方法来达到配股的要求,因为配股是我国上市公司采用股权融资常采用的方法,其研究已经可以说明我国上市公司股权融资偏好现象的存在;杨兴全(2002)也认为由于国有股作为第一大股东的公司“代理链”过长,造成产权模糊,企业经营者会对利用这种产权不清晰的资源,形成强大的

内部人控制；陆正飞、高强（2003）认为之前利用资本市场进行实证分析的方法尽管有许多优势，但其特征是并不直接观察上市公司的“行为过程”，而是“根据资本市场运行结构的结构来推断其行为过程”，这种推论未必符合实际。他们采用问卷调查的方法发现我国上市公司的融资顺序特点是：长期债务融资排在外部股权融资之后；短期借款这种方式高居首位，但总体来讲，还是验证了前面实证分析的结构——股权融资偏好。

郑荣鸣（2004）通过对比国外融资结构的差异，得出了我国融资结构不与经典企业优序融资理论相吻合的原因：①在发达国家成熟的资本市场上，股权融资的成本应该是高于债券融资的，但是在我国的资本市场上，股权融资的成本却往往那个低于债权融资。②发达国家完善的公司治理结构与有效的市场机制，使得股权融资对于公司来说也并非免费的午餐。然而在我国拥有股权融资渠道的上市公司的最大股东往往是国家，国有股占据着控股的地位，但国有股却是反人格化的产权主体，无法对企业进行有效的监督和控制，内部人控制问题非常严重。③证券市场存在差异，我国债券融资发展缓慢，制约了企业对于债券融资的使用。王乔和张卫东（2005）发现，我国上市公司一方面在再融资的选择上存在着强烈的股权偏好，另一方面则是股权再融资的效率低下。他们认为我国上市公司特有的股权结构是上市公司过度的股权再融资行为和再融资绩效低下的根本原因。肖泽忠、邹宏（2008）通过实证分析系统的检验了影响中国上市公司融资结构的因素，证明其存在股权偏好行为，并且发现股权结构对于上市公司的融资行为并没有显著的影响，国有股比例占有的企业并不比其他企业更青睐股权融资。

与此同时，我国许多学者也从融资结构的另一方面——债券融资，开始研究我国融资行为与西方发达国家存在差异的原因。宴艳阳、陈共荣（2001）通过对1999年我国1003家上市公司的实证分析，发现了我国上市公司股东与经理、股东与债权人之间利益冲突的特点，并认为，提高我国上市公司资本结构中债务融资比例可以减少代理成本，其原因是：①用债务替代配股，可以减少股东利益向经理的转移。②减少可以用来进行超额在职特权消费的现金流量。③增加债务，可以克服过度投资的问题。肖作平（2004）以1994~1998年111家在深市上市的公司为样本，以负债/资产作为解释变量，进行回归分析，回归结果表明：①股权结构是影响资本结构选择的重要因素；②管理者持股与债务比率负相关，但不显著；③股权集中度与债务比率正相关；④股东人数与债务比率负相关；⑤第一