

ZICHAN ZHILIANG ZIBEN JIEGOU YU QIYE JIAZHI

资产质量、资本结构与企业价值

——来自中国A股上市公司的经验证据



甘丽凝 著



上海财经大学出版社

资产质量、资本结构与企业价值

——来自中国 A 股上市公司的经验证据

甘丽凝 著

 上海财经大学出版社

图书在版编目(CIP)数据

资产质量、资本结构与企业价值:来自中国 A 股上市公司的经验证据/甘丽凝著. —上海:上海财经大学出版社,2010. 11

ISBN 978-7-5642-0884-4/F · 0884

I. ①资… II. ①甘… III. ①企业-资本形式-研究-中国②企业-价值论-研究-中国 IV. ①F279. 2

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2010)第 193319 号

责任编辑 朱世祥

封面设计  游 麒

ZICHAN ZHILIANG ZIBEN JIEGOU YU QIYE JIAZHI
资产质量、资本结构与企业价值
——来自中国 A 股上市公司的经验证据

甘丽凝 著

上海财经大学出版社出版发行
(上海市武东路 321 号乙 邮编 200434)

网 址: <http://www.sufep.com>

电子邮箱: webmaster@sufep.com

全国新华书店经销

上海竟成印务有限公司印刷装订

2010 年 11 月第 1 版 2010 年 11 月第 1 次印刷

890mm×1240mm 1/32 5.5 印张 158 千字

定价:16.00 元

前 言

1958年,美国学者莫迪利亚尼和米勒发表了论文《资本成本、公司财务与投资理论》,提出了著名的MM定理,即在完善的资本市场中,公司价值取决于投资组合,而与企业的资本结构选择无关。然而,现实中不存在完善的资本市场,并且还存在许多阻碍资本流动的因素,尤其是所得税对各个公司而言都是不可回避的。因此,米勒等人后来又对“MM理论”做了进一步修正。修正后的“MM理论”认为,在考虑所得税后,公司使用的负债越高,其加权平均成本就越低,公司收益乃至价值就越高。由于MM理论的奠基,现代企业“资本结构与公司价值”理论的研究不断深入,同时许多学者开始将经济学理论引入财务学研究,促进了财务理论的发展。在资本结构理论的研究中,Jensen & Meckling(1976,1986)、Ross(1977)、Williamson(1988)等分别从代理理论、信号理论、信息不对称理论和公司控制权理论等角度分析,认为负债可以起到缓解代理成本、激励经理人员、向外部投资者传递公司质量的信息和提高企业价值的作用。汪辉(2003)也研究发现债务融资能够起到降低代理成本、完善公司治理结构和提高企业价值的作用。

然而,由于社会、经济、文化状况的不同,加上我国目前仍处于市场经济的初期阶段,同时我国上市公司中大多为国有企业,国有企业存在的“预算软约束”行为使得负债融资并不能起到很好的治理作用(田利辉,2005),有时候高负债却表现出低的企业价值,与MM理论预期相反。黎凯(2007)进一步分析了政府干预对债务融资经济后果的影响,研究结果表明,政府对债务干预越大,则债务的治理效应越差。这些分析说明有时候债务融资和负债比率并不能正确传递企业价值信息。

从上述分析我们发现,在我国债务融资和负债比率与企业价值之间关系的研究中,理论预期与实证结果在一些情况下并不一致,并且根据分析角度和分析样本的不同得出的实证结果也不尽相同。为了更准确地传递企业价值信息,我们有必要从实证研究出发深入探讨产生结果不一致的原因,进一步完善理论基础。本书通过深入挖掘影响资本结构的根本因素,确定影响理论与实证结果不一致的原因,建立能够正确传递企业价值信息的指标体系,进一步完善经济结构框架。

资本结构是指企业各种资本的构成和比例关系。企业的资本结构是由企业采用各种方式筹资形成的,资本结构研究实质上是研究企业如何优化资源配置以实现其经营目标和理财目标。通常情况下,企业采用债务筹资和权益筹资的组合,由此形成的资本结构可以用杠杆比率(即债务比率)加以表示。本书主要选取资产负债率(负债总额/资产账面价值)和债务融资率为主要指标进行资本结构研究。

根据资本结构理论,决定公司债务水平最重要的影响因素包括:公司自身特征影响因素、治理影响因素、市场因素(杨树林,2006)。对于公司特征影响因素,本书主要从资产结构影响因素分析,为了实现企业价值最大化,综合体现企业经营管理活动中资产的特性,我们引入资产质量概念。公司治理影响因素,是由于中国上市公司的股权结构有很强的特殊性,本书在实证分析过程中引入最终控制人性质的影响分析。市场因素是影响所有公司的共同因素,在本书就不再赘述。

资产质量是指资产所具有的所有特征和特性的总和,在资产运作过程中,能为资产所有者带来经济利益的能力。对于资产质量,我们可以从以下几方面理解:一是资产质量是由一组固有特性组成的;二是这些固有特性是能够给资产所有者带来经济利益的特性;三是这些固有特性是在资产的获得、管理及其销售过程中形成的属性。相应地,我们根据资产质量的概念对资产质量的特性进行了分类和总结,资产质量特性从财务学角度分析主要包括:资产本质特性——收益性;质量特性(物质特性)——存在性、结构性、变现性;以及时间特性——先进性、有效性。

基于对我国制度背景的阐述与资本结构的理论分析,本书提出了五个假设,以2001~2005年的中国A股上市公司为样本,检验了这些假设,得出相应结论:

第一,资本结构与企业价值显著负相关,主要体现在国有控制上市公司中。

根据权衡理论、代理理论、信号理论和控制权理论,债务融资能够降低公司代理成本,传递公司质量和提高公司价值。因此,从理论上推断,资产负债率、债务融资率与企业价值之间应该呈正相关关系。由于中国上市公司中“一股独大”,债券市场不完善,使得公司借款大多来源于银行等金融机构。由于国有控制公司的“预算软约束”行为,使得国有控制公司债务融资治理效果较差(田利辉,2005),而非国有控制公司由于不存在“预算软约束”行为,笔者认为,非国有控制公司负债治理效应与国有控制公司不同。因此,我们假设资本结构与企业价值显著负相关,主要体现在国有控制公司中。

为了验证这一假设,研究过程中在控制公司规模、成长性等相关因素的影响后,实证结果显示资本结构与企业价值显著负相关,分年度样本也得到了相同的结论。并将公司按照最终控制人性别将其分为国有控制公司和非国有控制公司,分别进行回归,结果表明:国有控制公司资本结构与企业价值显著负相关,非国有控制公司资本结构与企业价值正相关,验证了上述假设。同时,整体样本显示资本结构与企业价值负相关主要是因为我国证券市场中国有控制公司比重较大导致的结果。

第二,公司资产质量影响资本结构的选择,非国有控制公司,两者之间为正相关;国有控制公司特别是基层政府控制公司,两者之间关系并不显著。

根据第一个假设知道资产负债率和债务融资率并不能有效传递企业价值信息,有的学者从制度背景角度分析,认为仅是国有企业“预算软约束”行为导致的。我们认为,除此之外,应该从债务治理和股权治理的角度探索其根本原因。Williamson(1988)指出负债和权益不能仅

仅被看作是融资方式,应该被看作是一种治理结构,负债治理和权益治理取决于资产特性。Harris(1990)认为资产结构性会影响企业资本结构的形成;权益理论和融资优序理论认为资产收益性能够影响公司资本结构的选择。上述这些资产的特性都是资产质量特性的组成部分,但这些研究并没有系统地从资产质量角度对资本结构进行分析。资产质量是企业经营活动的结果,是公司质量的表现之一(Harris,1990),资本结构是企业筹资活动的结果,企业经营活动与筹资活动是密切联系的,因此,我们预期资产质量影响资本结构的选择。在国有控制企业,由于其与银行是同一个控制人——政府,他们在进行融资决策时,降低了对资产质量的考量程度,特别是基层政府控制的企业,由于存在更多更直接的影响因素,资产质量在融资决策中起到的作用更不明显。然而,对于非国有控制上市公司,缺乏这种得天独厚的条件,加上如果企业不能偿还到期债务面临的破产风险,使得他们在进行融资决策时较为谨慎,注重对自身资产质量的考量。因此,我们进一步预期在非国有控制上市公司中,资产质量与资本结构正相关;基层政府控制的公司,资产质量与资本结构关系并不显著。

基于这一假设,本书利用具体指标和主成分因子指标衡量资产质量,在控制了企业规模、成长性等其他相关因素的影响后,本书的实证结果证实了这一假设。我们发现,无论采用资产质量具体指标还是主成分因子指标,无论是在分年度样本还是在全体样本中,资产质量与资产负债率、债务融资率都显著相关。在非国有控制公司中,体现出资产质量与资本结构之间正相关;在国有控制公司中,而两者之间并没有表现出一致的关系。特别是在市级及以下政府控制的公司中,资产质量与资本结构之间关系不显著。

第三,高资产质量公司,高负债体现高企业价值;低资产质量公司,高负债体现低企业价值。

债务效应的发挥受到制度背景和资产质量的影响。根据前述分析,知道国有控制公司债务并没有起到很好的治理作用,源于“预算软约束”导致的国有控制公司资产质量与资本结构并不匹配,并没有表现

出高资产质量公司采用高资产负债率和高债务融资率,存在低资产质量公司有较高的资产负债率和债务融资率。根据理论分析应该是高资产质量公司有高的债务融资,并且高的债务融资传递高企业价值信息。因此,我们预期高资产质量公司,高负债体现高企业价值;而低资产质量公司,高负债加大了其破产风险,不利于债务治理和提高企业价值,主要体现在国有控制公司中。

为了验证这一假设,本书将样本公司按照资产质量指标分为高资产质量公司和低资产质量公司,并按照资产质量高低样本通过多因素回归检验债务融资与企业价值之间的关系,在控制规模、成长性、最终控制人、股东持股比例、市场数指数等其他相关因素的影响后,本书的实证结果验证了这一研究假设,高资产质量公司的高负债能够传递高企业价值信息,而低资产质量公司的高负债却给企业价值带来不利影响,在国有控制公司中表现显著。

第四,资产质量与企业价值显著正相关。

根据第三个假设知道只有高资产质量公司采用高负债率和(或)高债务融资率,才能传递高企业价值信息,而低资产质量公司如果采用高负债率反而会侵害企业价值。据此,我们认为高负债体现高企业价值,是以高资产质量为前提的,所以,我们预期资产质量与企业价值为显著正相关。

基于这一研究假设,本书采用主成分因子指标衡量资产质量,在控制了企业规模、成长性、市场化指数等其他相关因素的影响后,本书的实证结果验证了这一假设。我们发现,资产质量的每个因子与企业价值之间都显著相关。并且按照最终控制人性质分类得到相同的结果,说明高资产质量公司能够正确反映高企业价值。

第五,高资产质量公司,相比采取低债务融资,高债务融资能够带来更大的企业价值;低资产质量公司,相比采取高债务融资,低债务融资能够带来更大的企业价值。

根据假设3和假设4知道,资产质量、资本结构都能够对企业价值产生影响,资本结构与企业价值的关系受到资产质量的影响。因此,进

一步提出假设 5,即资产质量和资本结构的合理匹配能够给企业带来更大的企业价值。基于这一假设,本书采用方差分析和因素分析,使假设 5 得到了验证,即在高资产质量公司中,相比采用低债务融资,高债务融资能够带来更大的企业价值;在低资产质量公司中,相比高债务融资,低债务融资能够带来更大的企业价值。

本书在充分考虑我国独特的制度背景和市场经济现状的情况下,通过对资本结构的影响因素分析引入资产质量概念。从资产质量的特性分析笔者认为:资产质量的引入能够正确反映资本结构与企业价值之间的关系,完善了相关的理论基础,资产质量、资本结构与企业价值关系的探讨具有重要的研究价值。同时通过实证检验了资产质量、资本结构与企业价值之间的关系各种假设,对于深入理解资本结构与企业价值之间的关系富有启发意义,为企业加强资本结构的管理提供依据,为投资者获取有效的信息和提高企业价值提供保证。因此,资产质量、资本结构与企业价值的研究对经济建设也具有深远的现实意义。

本书的研究价值主要体现在以下几点:(1)明确了资产质量的定义;(2)提出资产质量综合指标衡量方法;(3)首次在中国制度背景中实证检验了资产质量、资本结构与企业价值之间的关系;(4)资产质量能正确反映资本结构与企业价值之间的关系;(5)完善了国内对资本结构的经验研究;(6)拓展了对资产质量的经验研究;(7)推进了国内对资本结构治理效应的经验研究。

目 录

前 言	1
第一章 引言	1
第一节 研究动机	1
第二节 研究目的和意义	6
第三节 研究问题与解题思路	8
第四节 本书结构	11
第二章 文献回顾与制度背景	14
第一节 资本结构理论	14
第二节 资本结构与企业价值	19
第三节 资本结构的影响因素	24
第四节 资产质量的研究	31
第五节 制度背景	33
第三章 资产质量定义和特性	41
第一节 资产质量提出的历史过程	41
第二节 资产质量定义	47
第三节 资产质量特性	48
第四章 理论分析与研究假设	56
第一节 资本结构与企业价值:理论分析和假设推演	56

第二节	资产质量与资本结构:理论分析和假设推演·····	59
第三节	资产质量、资本结构与企业价值:理论分析和假设推演···	65
第四节	本章小结·····	68
第五章	研究设计·····	70
第一节	样本筛选和数据来源·····	70
第二节	模型设定与变量定义·····	72
第三节	实证过程·····	83
第六章	资产质量、资本结构和企业价值的描述性统计·····	85
第一节	企业价值的描述性统计·····	85
第二节	资产质量、资本结构描述性统计·····	89
第七章	实证检验与结果分析·····	97
第一节	资本结构与企业价值关系的实证检验与分析·····	97
第二节	资产质量与资本结构关系的实证检验与分析·····	107
第三节	资产质量、资本结构与企业价值关系的实证检验与分析···	118
第八章	研究结论与启示·····	130
第一节	研究结论·····	130
第二节	研究启示及其局限·····	133
参考文献 ·····		137
附录 ·····		155
致谢 ·····		160

第一章 引言

第一节 研究动机

1958年,美国学者莫迪利亚尼(F. Modigliani)和米勒(M. Miller)在《美国经济评论》上发表了论文——《资本成本、公司财务与投资理论》(*The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment*),提出了著名的“MM定理”,即在完善的资本市场中,公司价值取决于投资组合,而企业的资本结构选择与企业的市场价值无关。然而,现实中不存在完善的资本市场,且还有许多阻碍资本流动的因素,尤其是所得税对各个公司而言都是存在的,因此,米勒等人后来又对“MM理论”进行了进一步的修正,他们认为:考虑所得税因素后,尽管股权资金成本会随负债比率的提高而上升,但上升速度却会慢于负债比率的提高。修正后的“MM理论”认为,在考虑所得税后,公司使用的负债越高,其加权平均成本就越低,公司收益乃至价值就越高,这又被称为资本结构与资本成本、公司价值的相关论。由于“MM理论”的奠基,现代企业“资本结构与公司价值”理论的研究不断得以深入,同时许多学者开始将经济学理论——产权理论、交易成本理论、信号理论和代理理论——引入财务学研究,促进了财务理论的发展。Jensen & Meckling(1976,1986)从代理理论角度认为,负债可以起到缓解代理成本、激励经理人员的作用;Ross(1977)从信号理论的信息不对称角度

分析认为,负债可以向外部投资者传递公司质量的信息,高负债意味着高公司质量;Williamson(1988)从交易成本理论角度提出,负债和权益不能仅仅被看作是一种筹资工具,而应被看作是为了使交易成本最小化的治理结构;产品市场理论认为,债务使公司控制者在与为公司提供原料的企业进行交易的时候更为慎重;公司控制权理论认为,在公司成为被接管的目标的时候经理一般会增加债务,并且此时公司的价值会上升。根据上述理论分析,高负债融资能够带来高的企业价值,传递好的公司质量信息。

由于制度背景的差异和资本市场的不完善,负债融资与企业价值之间关系存在差异,在西方发达国家,高负债能够反映高公司价值(Ross,1977)。汪辉(2003)研究发现,债务融资能够起到降低代理成本、完善公司治理结构和提高企业价值的作用。然而,在我国上市公司中,大多为国有企业,国有企业的“预算软约束”行为使得负债融资并不能起到很好的治理作用(田利辉,2005),高负债却表现出低的公司价值,与理论预期相反。黎凯(2007)进一步分析了政府干预对债务融资经济后果的影响,结果表明:政府对债务干预越大,债务的治理效应则越差。

由以上分析我们发现,在我国负债融资和负债比率与企业价值之间关系的研究中,理论基础与实证结果不一致,并且根据分析角度和分析标的的不同得出的实证结果也不尽相同。为了更准确地描述企业价值信息,我们有必要深入探讨产生结果不一致的原因。根据“MM理论”的发展历程可以知道,最初的理论是设定在完善的市场环境条件下,修订后的理论增加了一些限定条件即更接近现实环境,得出了资产负债能够正确反映企业价值的结论。由此设想通过进一步寻求影响资本结构的根本因素,确定影响理论与实证结果不一致的原因,并确立能够正确反映企业价值信息的指标体系。

资本结构是指企业各种资本的构成和比例关系。企业的资本结构是由企业采用各种方式筹资形成的,筹资方式的不同组合类型决定着企业的资本结构及其变化,资本结构研究实质上是研究企业如何优化资源配置以实现其经营目标和理财目标。通常情况下,企业采用债务

筹资和权益筹资的组合,由此形成的资本结构可以用杠杆比率(即债务比率)加以表示。本书主要选取资产负债率(负债总额/资产账面价值)和债务融资率代表资本结构进行研究。

根据资本结构理论,决定公司债务水平最重要的影响因素包括:公司特征影响因素、公司治理影响因素、行业影响因素和宏观经济影响因素(杨树林,2006)。公司特征影响因素主要包括:公司规模、盈利能力、成长机会、担保价值、资产的专用性、资产的流动性、非负债税盾、所得税和股息政策等因素。在市场经济环境中盈利能力、公司规模、成长性、非负债税盾、所得税和股息政策等因素也能够影响资本结构的选择,但这些因素都是通过公司经营活动中的资产特性来反映。公司选择负债治理还是权益治理要受到资产特性^[1]的影响(Williamson, 1988)。从信号理论角度分析认为,资产的结构性影响公司资本结构的选择,并最终影响企业价值(Harris, 1990);权衡理论和融资优序理论认为,资产的收益性能够影响资本结构。资产的这些特性是为了满足企业价值最大化而在企业经营管理活动中形成的,这些特性之间存在着紧密联系,为此本书引入资产质量概念^[2]。公司治理影响因素,是由于中国上市公司的股权结构有很强的特殊性:一是股权高度集中和国有股在上市公司总股本中占绝大多数;二是存在非流通股股权结构安排。在非流通股中国有股和法人股占绝大多数,诸多公司被国有股控股,会使上市公司产权主体虚置,从而不利于公司治理。根据实证研究发现,中国上市公司控股股东结构与资产负债比率负相关;公司国有

〔1〕 Williamson(1988)指出资产特性影响负债治理和权益治理的选择,这里的资产特性主要是指资产专用性。

〔2〕 “资产质量”一词被广泛用于评价金融机构贷款资产质量,很少用于企业资产质量的评价。资产质量被不同学者用作不同称谓,例如,张鸣教授(1998)称之为“资产财务质量”,张新民教授(2000)第一次提出资产质量概念,资产质量是在2006年《中央企业综合绩效评价管理暂行办法》正式提出,财务绩效定量评价是指对企业一定期间的盈利能力、资产质量、债务风险和经营增长四个方面进行定量对比分析和评判。其中,企业资产质量分析与评判主要通过资产周转速度、资产运行状态、资产结构以及资产有效性等方面的财务指标,综合反映企业所占用经济资源的利用效率、资产管理水平与资产的安全性。因此,本书中资产质量的范围界定借鉴《中央企业综合绩效评价管理暂行办法》,主要指资产负债表左半部分资产质量,而不涉及资产负债表右半部分的负债和权益质量。

化程度与公司资产负债率呈很强的正相关关系。因此,在实证分析过程中引入最终控制人性质的影响分析。由于行业影响因素和宏观经济影响因素对大多数企业的影响作用是相同的,这里就不再赘述。

资产质量能够反映公司的盈利能力,并且资产质量越高的公司,其盈利能力越强,而且盈利的持久性越好(宋献中、高志文,2001;张春景、徐文学,2006;李嘉明、李松敏,2005;贺武、刘平,2006)。由此说明高资产质量公司能够给公司债务提供保障和支持,而若低资产质量公司采取高债务融资,会加大其破产风险。因此,资本结构的选择应该与公司资产质量匹配,具有适合债务治理资产特性的公司应该采用较高的负债比例,否则应该采取较低的负债比例。因此,若对资产质量如何影响资本结构并如何影响债务治理没有深入的了解,就不能充分理解我国负债融资治理效应问题。

近年我国学者对资本结构的影响因素和经济后果的研究,最早始于陆正飞和辛宇(1998),他们对沪市1996年上市公司按照不同行业分组,以分析行业因素对资本结构的影响,研究发现,不同行业的资本结构有显著差异。王娟和杨风林(2002)以2000年深沪两市非金融类公司为研究对象,利用845家上市公司1999~2000年的财务数据进行分析,研究表明:资本成本、盈利能力、非负债税盾、资产担保价值、公司规模和成长性对资本结构的影响程度为由强到弱;控制权集中度和非对称信息度的影响并不显著。肖作平(2004)利用双向效应动态模型,对239家非金融上市公司1995~2001年数据进行分析,研究结果发现:有形资产比率、公司规模、产品独特性与财务杠杆正相关;成长性、资产流动性和现金流与财务杠杆负相关;非负债税盾与财务杠杆并没有显著相关性。

关于资本结构与企业价值之间关系的研究最早由陈小悦、李晨(1995)就上海股市的收益率与负债权益比率的关系进行研究,选取1993年3月21日以前在上海证券交易所上市的A股上市公司进行分析,研究发现公司股市收益与负债/权益比率、公司规模负相关,与BE-TA正相关。陈晓、单鑫(1999)对上市公司资产负债率与企业价值之间的关系进行实证分析,研究发现企业价值与资本结构正相关。汪辉

(2003)利用 1998~2000 年样本对债务融资、公司治理和公司市场价值关系进行理论分析和实证检验,研究发现总体上债务融资具有加强公司治理、增加企业价值的作用,但是对于资产负债率过高的公司(大于 60%),债务治理作用不显著。公司发行债券有正的市场反应,同时债务融资起到了传递公司业绩的信号作用。田利辉(2005)研究发现,在国家持股的上市公司中,伴随着银行贷款规模的增大,经理人的公款消费和自由现金呈上升趋势,企业效率和公司价值逐步下降;而在民营资本主导的上市公司中,上述的企业负债和经理腐败的协同关系并不显著。宋献中、高志文(2001),李嘉明、李松敏(2005),贺武、刘平(2006)对资产质量与盈利能力之间关系进行了实证分析。研究结果表明:我国上市公司的资产质量与公司绩效之间存在着显著的正相关关系,资产质量越高,公司的绩效则越好。

从目前研究现状来看,国内研究大多是根据国外的理论来套用中国上市公司的财务数据进行研究,对于资本结构的影响因素和资本结构与企业价值的之间关系研究是孤立的。资本结构治理效应的发挥需要依靠宏观制度背景和微观企业自身质量共同作用来实现。因此,研究在中国特殊的制度背景下,高负债是否能够反映高的公司价值?如果不能反映,那么公司资产质量如何影响其资本结构?以及如何进一步影响债务融资的治理效应?体现公司价值的信息又是什么?正是怀着对这些问题的兴趣,笔者把探讨中国制度背景下资产质量、资本结构^[1]与企业价值之间的关系作为本书的研究主题。

[1] 参见吴晓求:《中国上市公司:资本结构与公司治理》,北京:中国人民大学出版社,2003。资本结构是以债务、优先股和普通股权益为代表的公司的永久性长期融资方式组合(或比例),即指公司各种资金的构成及其比例关系。狭义的资本结构仅指公司长期资金的构成及其比例关系;广义的资本结构是指公司全部资金(包括长期资金和短期资金)的构成及其比例关系。通常情况下,公司的资本结构由长期债务资本和权益资本构成,现代公司金融理论中通常将资本结构定义为权益性资本和债务性资本间的比例关系,即公司的融资结构或财务结构。本书所指的资本结构,从其静态角度和动态角度进行分析。静态角度参照广义资本结构概念,指的是资产负债率;之所以进一步考虑其动态,因为不同方式的融资会传递公司信息,而且最终形成资本结构,因此有必要对此进行分析,动态的资本结构主要从债务融资角度进行分析的。

第二节 研究目的和意义

虽然西方发达国家对资本结构研究非常盛行,我国学者对资本结构的关注也越来越多,但是,关于资本结构对企业价值的影响在国内并没有得到一致的结果。许多学者认为,导致结果不一致的主要原因是制度背景不同,却鲜有学者从资本结构的主要影响因素——资产质量角度——进行分析。本书在充分考虑我国独特的制度背景和市场经济现状的情况下,通过对资本结构的影响因素分析引入资产质量概念。根据资产质量的特性分析,笔者认为:资产质量的引入能够正确反映资本结构与企业价值之间的关系,完善了相关的理论基础,资产质量、资本结构与企业价值关系的研究具有重要的研究价值。同时,通过实证研究检验了资产质量、资本结构与企业价值之间的关系等各种假设,对于深入理解资本结构与企业价值之间的关系富有启发意义,为企业加强资本结构的管理提供依据,为投资者获取有效的信息和提高企业价值提供保证。因此,资产质量、资本结构与企业价值的研究对经济建设也具有深远的现实意义。

(一)明确了资产质量的定义

通过综合分析资产和质量概念,这一研究明确了资产质量的定义,并从资产本质特性、质量特性和时间特性概括了资产质量的特性,为以后资产质量的研究奠定了理论基础。

(二)提出资产质量综合指标衡量方法

本书突破了以前企业资产质量的单一 K 值指标的衡量方法,依据《企业综合绩效评价指标》办法的规定,并根据企业资产质量的特性,采用主成分分析法从多个财务指标中找出能够代表资产质量特性的六个因子进行衡量,开发出企业资产质量的衡量方法。

(三)首次在中国制度背景中实证检验了资产质量、资本结构与企业价值之间的关系

国内以往研究主要集中于资本结构影响因素和资本结构的治理效