

对外经济贸易大学国际商学院管理学文丛

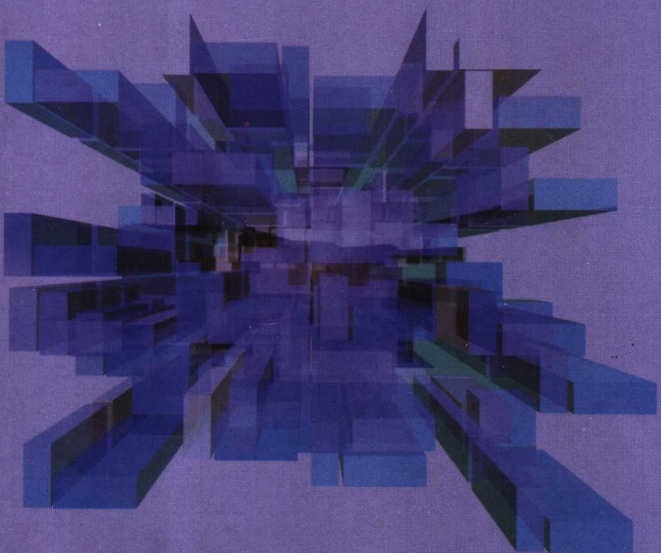
王玉荣 著



北京市教委共建项目资助出版

中国上市公司 融资结构与公司绩效

Financing Structure & Enterprise
Performance of China's Listed Companies



中国经济出版社
CHINA ECONOMIC PUBLISHING HOUSE

□ 北京市教委共建项目资助出版

□ 对外经济贸易大学国际商学院管理学文丛

中国上市公司融资结构 与公司绩效

王玉荣 著

Financing Structure & Enterprise
Performance of China's Listed Companies

中国经济出版社
China Economic Publishing House

图书在版编目 (CIP) 数据

中国上市公司融资结构与公司绩效 / 王玉著. — 北京: 中国经济出版社, 2005. 11

ISBN 7 - 5017 - 7277 - 0

I. 中... II 王... III. 上市公司—融资—研究—中国 IV. F279.246

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2005) 第 112145 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: 吴航斌 (办公电话: 010 - 68308644; 电子邮箱: hangbinwu@126.com)

责任印制: 石星岳

封面设计: 华子图文

经 销: 各地新华书店

承 印: 北京东光印刷厂

开 本: 880mm × 1230mm 1/32

印 张: 9.125 字 数: 220 千字

版 次: 2005 年 11 月第 1 版

印 次: 2005 年 11 月第 1 次印刷

印 数: 1 - 3000 册

书 号: ISBN 7 - 5017 - 7277 - 0 / F · 5846

定 价: 25.00 元

版权所有 盗版必究

举报电话: 68359418 68319282

服务热线: 68344225 68369586

出版说明

我社以中国经济为名，那么瞩目经济现实、映照本地风光当属我社倾心竭力的出版方向之一。近年来，通人作媒引介了不少经济学、管理学译著，这些迳译流转、梓刻辛劳在引进西学新知、开阔国人眼界方面，功不可没。然而，学术翻译终究不可以完全替换自家见识，将中国学术的终身大事托付西洋文化，亦有失偏颇，西学尝论“地方性知识”一说，学人当有所警醒。中国的发展，与国际接轨的趋势自然不可阻挡，但在既趋将趋之际，未成将成之时，总有诸多学问虽自成格式，却真实有效。名其学问，为经世济用；言其真实，是处于国情限定之下，围绕“中国经济”这一主题，发出富有学术理性的声音。它们或为前瞻预言，或为结而论之，甚至是即席评点，逐节成文，然而不管是哪一种形式，却有共同的特点——有助于解决实际问题。中国的学者深入到中国的真实，以开放的世界眼光探求中国的经济走向，论证的主题、运用的方法、援引的数据以及尤为重要的——节制的姿态，都昭示着国内学术研究的日益规范与成熟。

这些专门的学术研究，虽然视角有别，方法各异，但在关怀

的主题、探究的趋向方面，皆在“中国”二字得以交叉。假如能适时地汇而编之，系统出版，面向学界，满足学人殷切之期待；于实务参照，则寻症究结，切中之论，裨其高屋建瓴，延展视界；在出版推动而言，我社既以“中国经济”为名，自然责无旁贷，倘收微功之效，洵可欣慰也。

职是之故，此次以“商学前沿学术文库”为丛书纲目，冀在收散归整，将学界中未成条理之单行本系统辑录，一并出版，庶几蔚为大观，有利于研读参观，相互发明。于当下之读者，可致连带左右，索源更易；于来日之读者，不致探失求佚，无功而返。此种出版计划，幸蒙学界大力支持，并获国内多所知名商学院切近襄助，“商学前沿学术文库”可望薪传流长，伴随中国经济之发展，辉芒熠熠。

丛书辑录之时，虽求风格一致，融洽齐整，然而限于人力时日，在注释体例、编排格式诸多方面未臻尽美。对此，尚希读者见谅，既登梨枣，广布深传，衷心期待学人指正，出版事务因此得益，学术前途循而光明，文化同人，均感荷无极也。

中国经济出版社第一编辑部

2005年11月

* 编辑主页：www.bncf.com.cn

内容提要

自二十世纪 50 年代至今的半个多世纪中，对公司融资结构的研究是国际金融理论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，中国企业将有更多的融资渠道可以选择。此时，研究中国企业的融资行为以及决策依据显得特别重要。因为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。

本书通过对国外融资结构理论的回顾，对主要发达国家和发展中国家的融资结构以及决定因素的比较，以中国上市公司为研究对象，依据中国上市公司的财务数据和市场交易数据，应用比较分析法、描述性统计分析、单因子方差分析、非参数检验、相关分析法等分析工具，利用普通最小二乘法、逐步回归法、广义最小二乘法建立了简单线性及曲线回归模型、多元回归模型以及混合数据的变截距固定效应模型，对中国上市公司的融资结构的特征、融资结构与其业绩之间的关系和融资结构的决定因素进行了全面、深入的实证分析，得出中国上市公司的融资顺序表现为股权融资、短期债务、长期债务、内部融资；公司总资产负债率与其业绩之间呈现显著的负相关关系，与国家经济发展水平成正相关关系；行业因素是影响公司融资结构的一个关键因素等重要结论。

以此为基础，笔者认为，上市公司融资结构优化的目标应该

是实现企业价值最大化，为实现这一目标，我国上市公司必须进一步完善内部治理结构，形成有效的选聘、激励和监督经营者的机制，使公司经营者以公司价值最大化作为最优融资决策的依据；国家必须通过国有商业银行经营体制的改革、完善相关法律法规、大力发展企业债券市场等措施以强化债务融资的“硬约束”机制，以及完善公司主办银行制度，充分发挥债权融资的公司治理作用；通过培育和发展中国经理人市场、控制权市场以及机构投资者，完善公司的外部治理机制；进一步保持股票市场的稳步健康发展、保护投资者的利益；完善公司信息披露环境与实施机制，减少由于信息不对称而引起的代理成本。本书的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。

ABSTRACT

Since the 1950s, the research on the corporate capital structure is one of the hot issues in the international financial theory field. Accompanied with healthy and steadily development of China's economics, the continuous perfection of China's capital market mechanism and the deepening of financing system reform, China's companies will have more financing channels. At this time, it is especially important to study the financing behavior and the foundations of decisions of China's companies. Capital structure is not only a ratio of the corporate finance, it will also influence the distribution of corporate surplus returns, the corporate surplus control power and the corporate managing structure, and finally the value of the company. Through the review of theories about capital structures of foreign countries, the author puts the China's listed companies as researching target, comparing developed and developing countries in the capital structures and decisive factors. According to the financial and marketing transaction data of China's listed companies, the author set up the simple linear and curve regression models, the multivariate models and the variable intercept and fixed - effects models of mixed data by using analyzing means as method of comparative analysis, descriptive statistics analysis, one - way ANOVA, nonparametric test and correlation analysis, applying OLS, stepwise method and GLS. By the models, the

author analyzes the characteristics of the capital structure, the relationship between the capital structure and its results, and the decisive factors of the capital structure completely and thoroughly. On this basis, The author considers that the object of optimizing the capital structure of listed companies should be optimizing the value of company. In order to achieve the target, the Chinese listed companies must perfect the internal managing structure further, come into being the mechanism of available employing, motivating and supervising managers; the governments must strengthen the “tough restricted” debt financing mechanism and perfect the mechanism of the company sponsoring bank and exerting the companies’ governing effects of debt financing by reforming the operating mechanism of state – owned commercial banks, perfecting relative regulations and laws and developing corporate debenture market in a more effective manner; perfecting the corporate outside governing mechanism by cultivating and developing Chinese managers’ market, control – power market and organizational investors; keeping the stable healthy development of stock market and protecting the benefit of investors further; perfecting the environment of information disclosing and operating mechanism to reduce the agency cost caused by information asymmetry. The researching achievements have great reference value to the optimizing capital structures and managing structures of the China’s listed companies.

致 谢

我首先要感谢的是我的导师薛荣久教授。本书从选题到最终定稿，自始至终得到薛荣久教授的悉心指导。他对书稿的认真审阅以及所提出的修改意见使本书总体水平提高了一个档次。当然，书中的不当和缺陷完全由我负责。薛荣久教授学风严谨、知识渊博、平易近人，具有一丝不苟的致学态度和富有创新意识的开放思维，他从教学、研究、做人、做事各方面都使我受益终生，并激励我在未来的教学和学术研究中不断进取。

感谢张新民院长在我博士研究生学习期间给予的莫大关心和照顾，同时感谢他在我的论文开题和撰写过程中提出的许多很有价值的建议。

感谢南京大学商学院耿修林博士以及清华大学经管学院博士后王兆华博士，他们为我提供了大量的上市公司的原始数据以及外文文献。

在本书写作过程中，郑建民博士给我提供了大量的帮助，并对本书初稿提出了一些很有价值的建议，在此深表谢意！同时需要感谢的还有我的同事杨晓泉副教授、潘宏宇博士以及王秀丽教授，他们在我的博士论文撰写过程中都给予了指导。

2002级研究生唐振宇同学在对数据进行基础性分类中付出了辛勤的劳动，在此对他表示感谢！

感谢博士研究生学习期间给我们授课的所有老师！

在这里我要深深地感谢我的外公、外婆，虽然他们已于两年

前去世了，但他们那种不畏人间磨难，始终保持乐观进取的人生态度以及为人、为事一定要有一颗宽容心的思想已经渗入到我的血液中，使我终身受益。同时感谢我的父母，特别是我的母亲，为了我能安心写作，虽然她身体一直不好，但她却远离家乡来到北京，分担了我所有的家务，感谢她为我做的一切。

感谢我的丈夫张双占先生对我工作、学习的支持、理解、关心和帮助。

最后，感谢所有给予过我帮助和关心的同学、朋友和同事！

目 录

致 谢

第1章 前 言

第一节	研究目的及意义	1
第二节	研究方法与数据来源	3
	研究方法	3
	数据来源及数据处理软件	4
第三节	研究内容和主要观点	4
	研究的内容	4
	主要观点	6
	本书的创新之处	10
	有待进一步研究的问题	11
第四节	对有关概念的界定	11
	融资	11

融资方式	12
融资结构	13

第2章

融资结构理论综述

第一节 M. M 理论	16
《资本成本、公司财务和投资理论》中的定理 I、II	17
有公司所得税的 M. M 模型	19
米勒模型	20
第二节 权衡理论	22
第三节 激励模型	25
詹森—麦卡林的代理成本模型	26
格罗斯曼和哈特的担保 (bonding) 模型	40
债务缓和模型	41
声誉模型	43
激励模型观点小结	44
激励模型中通过融资结构优化治理效应的启示	45
第四节 信息传递模型	46
通过债务比例传递信号：罗斯模型和海英卡尔模型	47
通过内部人持股比例传递信号	49
传递有关投资的信号模型	50
信号模型小结	52

第五节 控制权理论	54
阿洪—博尔顿模型	54
哈里斯—拉维模型	55
斯达尔兹模型	58
伊斯瑞尔模型	60
控制权理论的结论	62

第 3 章

融资结构的国际比较

第一节 比较样本的选择以及对有关指标的说明	63
前人研究成果综述	63
有关样本、数据选取以及对有关指标的说明	64
第二节 样本国家的宏观经济分析	68
发达国家的宏观经济分析	68
发展中国家的宏观经济分析	68
第三节 发达国家融资结构的比较与趋势	71
融资结构的度量	71
发达国家融资结构之比较	73
发达国家企业融资结构的特征	78
发达国家企业融资结构的变动趋势	81
融资结构的行业特征	83
第四节 发展中国家融资结构的比较与发展趋势	88
第五节 影响融资结构因素的国际比较	92

第4章

中国上市公司融资结构的特征

第一节	中国证券市场的基本分析	100
	中国证券市场的发展现状	101
	中国证券市场与上市公司融资	102
	中国证券市场发展中的问题	110
第二节	中国上市公司融资行为的特征	114
	指标及数据说明	114
	中国上市公司融资结构的总体特征	116
第三节	上市公司融资结构的行业特征	121
	国内外的研究成果	121
	行业分类标准及样本说明	122
	上市公司融资结构行业特征实证分析	124
第四节	上市公司融资行为的地区特征	132
第五节	公司规模与融资结构的关系	138
第六节	中国上市公司融资偏好顺序及其成因	140
	融资偏好顺序	140
	股权融资偏好的成因	141
本章小结		

第5章

中国上市公司融资结构 与绩效关系的实证分析

第一节	简要的理论回顾	150
第二节	研究成果的回顾	156
第三节	融资结构对公司绩效影响的实证分析	158
	公司绩效的度量	158
	上市公司融资结构与公司绩效关系的描述性分析	160
	上市公司融资结构对公司绩效影响的回归分析	166
第四节	公司绩效对企业融资选择的实证分析	171
	模型构建	178
	实证结果与分析	179
第五节	对实证结果的进一步分析	187
	本章小结	

第6章

影响融资结构的 相关因素

第一节	融资结构决定因素的一般性分析	194
	公司的盈利能力	195
	所得税	196

公司规模	197
公司成长机会	198
非债务税盾	199
资产结构	199
收入的波动性	201
所有权结构	201
第二节 中国融资结构决定因素的实证分析	203
研究方法 with 模型构建	203
实证分析结果	209
第三节 实证结果的解释	216
获利能力	216
公司规模	217
成长性	218
非债务税盾	218
资产结构	218
收入的波动性	219
所有权结构	219
宏观变量	220
第四节 融资结构决定因素的行业比较	222
三个行业总资产负债率影响因素的比较	224
各因素对不同行业影响程度的比较	224
未列入解释变量的其它因素对不同行业总资产负债率影响的比较	226
本章小结	