

华南农业大学国家重点学科“农业经济管理”系列丛书

国际贸易与金融系列 温思美 主编

GUOJI MAOYI YU JINRONG XILIE

转型期上市公司 资本结构优化与 融资行为研究

柳 松 [著]

ZHUANXINGQI SHANGSHI GONGSI
ZIBEN JIEGOU YOUHUA YU RONGZI
XINGWEI YANJIU



中国经济出版社

CHINA ECONOMIC PUBLISHING HOUSE

华南农业大学国家重点学科“农业经济管理”系列丛书

●国际贸易与金融系列

■温思美 主编

转型期上市公司资本结构优化 与融资行为研究

柳 松 著

中国经济出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

转型期上市公司资本结构优化与融资行为研究/柳松 著.
—北京: 中国经济出版社, 2004.12

ISBN 7-5017-6775-0

I. 转… II. 柳… 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. F279.246

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2004) 第 119628 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: 张淑玲

责任印制: 石星岳

封面设计: 白长江

经 销: 各地新华书店

承 印: 北京市朝阳区小红门印刷厂

开 本: 850mm×1168mm 1/32 印 张: 13.5 字 数: 313 千字

版 次: 2004 年 12 月第 1 版 印 次: 2005 年 9 月第 2 次印刷

书 号: ISBN 7-5017-6775-0/F·5403 定 价: 32.00 元

版权所有 盗版必究

举报电话: 68359418 68319282

服务热线: 68344225 68353507 68341876 68341879 68353624

作者简介

柳松，男，1968年7月出生于湖南省邵阳市。2004年6月毕业于中南财经政法大学，获经济学博士学位。现任教于华南农业大学经济管理学院金融系，主要讲授“金融学”、“投资学”等课程。迄今为止，在《农业经济问题》等核心期刊上发表学术论文共计20余篇，主持和参与省部级等各类科研课题共计8项，提出的学术观点曾在学术界引起较大反响。主要研究领域为货币控制与金融市场、公司金融与现代企业以及金融计量等。

序

序

上市公司的资本结构是由融资结构决定的。资本结构又决定公司的治理结构，并在一定程度上决定着公司的业绩，影响着社会经济资源的配置。从公司融资行为入手研究其资本结构优化问题，对于提高公司的治理绩效，进而合理配置社会经济资源，有十分重要的意义。

资本结构的选择，对企业至关重要，早就引起了西方资本主义国家经济学界的重视，出现了许多有关企业融资行为、融资制度，资本结构和企业市场价值分析的理论。我国自改革开放以来，也有许多学者开始介绍国外企业融资和资本结构理论，并出现了一些研究我国企业资本结构的科研成果。本书作者柳科同志对国内外资本结构理论的发展历程和现状进行了系统的研究总结，并做出了重大的创新。

首先，从发展的视角，将上市公司资本结构优化问题，置于我国经济体制转型的背景之下，用发展的观点而不是静止的观点进行研究，构建了一个包括基本理论、融资制度、融资行为、资本结构及制度创新

的研究框架。以融资行为为切入点，研究了我国融资制度和融资环境的变迁及融资行为的演变；研究了上市公司资本结构形成的影响因素和各个行业的不同特征；研究了上市公司股权融资、债务融资和治理效率，探寻上市公司资本结构的总体特征和发展变化规律性；从制度变革和产权改革的角度揭示了上市公司资本结构存在的问题，并提出解决问题的对策。这是一个比较完整的而不是只着眼于某个方面的研究框架，包含的内容更加全面、更加系统，视角更新颖，适应上市公司资本结构不断变化的发展趋势。

其次，本书注重定性分析与定量分析的有机结合。在理论分析的基础上，运用主成分分析和多元回归分析法，利用我国上市公司披露的信息资料，研究资本结构及其形成的影响因素；从影响因素中提取主成分，建立我国上市公司资本结构的综合评价模型，并利用该模型，求解出了最佳资本结构区间。分析的可信度较高。本书对如何建模，如何求解最佳资本结构区间的过程都作了详细阐释和介绍。有可操作性。

再次，本书对上市公司资本结构采用双向拓展分析。现有的分析一般是单向分析，只分析企业融资行为影响融资结构，融资结构影响资本结构，资本结构影响治理结构，治理结构影响治理业绩。本书设计了新的研究方案，不只是从融资行为单向影响到治理业绩，还反方向研究治理业绩影响治理结构，影响资本

结构，影响融资行为。并从两个方向综合研究它们之间的相互影响效应。这就能为研究公司资本结构优化问题提供更多信息和研究成果。在研究公司资本结构优化对策时，本书也不只从公司内部探求，而是从公司外部的配套改革和制度建设与公司内部的激励和监督机制的重构两个方面建立了上市公司资本结构优化的制度创新框架。

本书只就我国上市公司资本结构优化问题进行研究，没有研究非上市公司资本结构优化问题。但就介绍的资本结构理论，所建立的研究框架和资本结构的综合评价模型，对研究非上市公司资本结构优化问题也是有启发意义的。本书作为一项科研成果，难免会有一些不足和欠妥之处。在柳松同学决定出版本书之际，我作为他的博士导师倍感高兴。一方面是因为他几年来废寝忘食、苦心钻研的成果，能提供给社会有兴趣者共赏，发挥社会效益；更重要的方面是因为出版后将更有机会得到同行专家和广大读者的批评指正而从中受益。故欣然命笔，为之作序。

颜日初

2004年11月于武汉

《国际贸易与金融系列》

序 言

华南农业大学经济管理学院是一所融农业经济、管理、金融、贸易、财会诸学科为一体，具有博士后、博士、硕士、本科等多层次、多规格人才培养能力，实行人才培养、科学研究和社会服务相结合，在国内外具有一定影响的综合性经济管理学院。

经过多年的建设，学院已经形成了以农业经济管理为核心的复合型学科群，其主要研究方向包括：农村经济发展与政策、农村经济组织与制度经济、外向型经济与企业管理、农产品国际贸易等。本学科的总体水平在国内同类学科及广东经济管理类学科中的排名均处于前列。1997年被列为华南农业大学“211”工程建设重点学科之一，1999年被遴选为广东省重点学科，并被评为广东省经济管理类三个A类重点学科之一，2001年被评为国家重点学科。

为了有效地实施重点学科的建设计划，经济管理

学院决定出版“国家重点学科农业经济管理系列丛书”，集中出版以反映我院学科特色、具有较高质量的标志性成果。

该系列丛书由教材、研究专著及部分博士论文组成。分为四个子系列：经济发展理论与政策系列、经济组织与制度经济学系列、外向型经济与企业管理系列、国际贸易与金融系列。

国际贸易与金融方面的研究是华南农业大学经济管理学院学科发展的重要学术领域。学院的老师和研究生长期致力于国际贸易特别是农产品国际贸易和农村金融领域的研究，具备较好的学术基础和研究成果。多次主持包括国家社会科学基金、国家自然科学基金、省部级科研课题、国际合作课题等相关项目的研究，已先后发表相关学术论文 110 余篇，出版专著与教材 5 部。多项成果被专家评价为处于国内同类研究的领先水平，获得了良好的社会经济效果，包括 1986 年出版的《农产品贸易学》（侯晓昌主编，华南理工大学出版社）被高等院校广泛采用，1992 年出版了国内首部高等农业院校统编教材《农产品国际贸易》（侯晓昌、温思美主编，中国农业出版社）被评为“第二届农业部优秀高校教材”一等奖，主编了首部《农产品进出口业务》统编教材（肖俊城主编，中国农业出版社）。专著《农产品对外贸易政策研究》（牛宝俊著，广东人民出版社，1999）获国内国际贸

易最高奖“安子介国际贸易研究优秀著作”一等奖(2000年),以及“面向21世纪教材”《农产品国际贸易》(温思美主编)等重要成果。

作为华南农业大学经济管理学院的国家重点学科“农业经济管理”系列丛书的一部分,“国际贸易与金融”子系列将出版有关的专著和教材,本书即是该系列中的一本。作为学科建设的一种尝试,我们希望本丛书得到学术界同仁的关注和支持,并对可能存在的不足予以批评指正。

温思美

2004年12月

内 容 提 要

企业资本结构问题的研究起因于近年来频繁爆发的信用危机和银企关系的严重恶化等金融问题。在认识与分析这些问题时，现有的研究分别从金融体系、企业和宏观管理体制角度展开分析，由于视角的不同，研究结论也存在着较大的差异。究竟怎样才能全面揭示金融体系的矛盾与金融体系改革发展的方向呢？我们认为从融资的角度考察企业的资本结构，是一个非常合理的切入点。作为投融资体系的内生变量，企业的资本结构不但反映了金融体系的特质与运行效率，而且也反映了企业的结构与运行机制，它能真正地揭示银企关系和投融资体系所面临的问题和矛盾。虽然研究银企关系以及对投融资体制问题与矛盾的分析已十分多见，但存在局部性缺陷，未能充分揭示融资体系与企业体制内在的相关性。而从企业的资本结构着手，则能依据结构性矛盾来分析其成因，进而可揭示存在于金融体系与企业制度内部的问题，以及银企关系中的矛盾。因此，从企业资本结构出发的研究，能对投融资体系的问题与改革方向提出一个全新的思路。

资本结构的选择对企业至关重要，因为它不仅影响企业的融资成本和市场价值，而且与企业的治理结构和宏观经济运行紧密相关。追溯企业发展的历史，可以说自企业

融资活动出现以后，资本结构便成为企业经营者必须考虑的重要问题。上市公司是我国企业的精华。发展资本市场，优化资源配置，提高经济效益是我国改革的大方向。上市公司资本结构变化代表着企业资本结构的发展方向，对非上市公司资本结构优化有着极强的示范效应。研究上市公司资本结构对于规范企业融资行为，改进企业经营管理，提高企业经济效益，推进国有企业改革，进而提高社会经济资源配置效率具有重大的现实意义。

我国上市公司融资行为有违资本结构的理论框架。面对理论与现实的冲突，我们不禁要问：是资本结构理论存在明显的缺陷？还是我们的企业制度及相关制度设计存在问题？是什么原因决定了我国股票融资成本远低于债务融资成本？既然股票融资成本低于债务融资成本，投资者为什么乐于投资股票？股票融资存在高收益，低风险吗？新优序融资理论在我国失灵的原因何在？我国上市公司资本结构是否合理？对这些问题的思考促使我们对我国上市公司资本结构进行深入研究。

本文在我国体制转型时期深化投融资体制和企业制度改革背景下，以企业融资行为为切入点，借鉴西方资本结构理论，运用统计资料和统计方法，研究我国上市公司的融资偏好、资本结构形成的影响因素和行业特征，沿着制度→行为→结构→治理→绩效这条主线，展开对上市公司股权融资、债务融资和治理效率的研究，探寻我国上市公司资本结构的总体特征和内在规律，从制度层面和产权角度挖掘上市公司资本结构存在的问题并提出相应的解决

对策。全文紧紧围绕上市公司资本结构进行研究。其逻辑框架由四大部分构成：第一部分为理论部分（第一章和第二章），意在为我国上市公司资本结构研究做好理论铺垫。第二部分为上市公司融资行为研究（第三章和第四章），一方面从制度变迁的角度分析上市公司资本结构的历史背景和融资环境；另一方面研究了我国上市公司的融资行为与股权融资偏好。第三部分为上市公司资本结构的统计分析，包括第五、六、七三章。实证是该部分的最大特征，运用统计分析方法，我们深入研究了上市公司资本结构形成的影响因素、上市公司资本结构的治理效应以及上市公司资本结构与公司业绩的相互影响效应。第四部分为上市公司资本结构优化的制度创新（第八章），这是本文的出发点与落脚点，从制度创新的视角建立了优化我国上市公司资本结构的制度创新框架并相应地提出具体的对策措施。全文主要内容及研究结论概述如下：

一、西方资本结构理论述评

纵观资本结构理论的发展史，我们将其划分为三个阶段，即早期资本结构理论、现代资本结构理论和资本结构理论的新发展。早期资本结构理论包括净收益理论、净经营收益理论和传统折衷理论。现代资本结构理论形成于20世纪50年代，跨越到70年代后期，它以MM定理为中心，内容非常丰富，主要包括不考虑企业法人所得税的MM定理、修正后的MM定理、资本结构权衡理论和围

绕资本结构权衡理论合理与否进行争论所产生的破产成本理论以及米勒的负债市场均衡理论等五个分支理论。我们借鉴并发展了一个企业融资模型，对现代资本结构理论及其发展进行描述和证明。70年代后期，由于信息不对称理论和博弈论的引入，使资本结构理论研究发生了一次质的飞跃，形成了四大主流学派，即新优序融资理论、代理成本说、财务契约论和信号模型。资本结构理论研究的三个阶段在时间上继起，目标上一致；既有继承，更有创新。它们共同构成了公司融资的理论基石。我们通过对资本结构理论发展历程的述评，一方面为后面的研究提供了充分的理论支持；另一方面明确指出了我国企业资本结构理论研究的九大发展趋势。

二、融资制度的变迁与上市公司的融资环境

融资制度大体可分为两类，一类是以日本和德国为代表的银行导向型融资制度；另一类是以英国和美国为代表的资本市场主导型融资制度。就其发展而言，呈现出相互融合化的趋势。在这两类融资制度的融资关系中，银行、企业、居民和资本市场的作用区别较大。不同融资制度的形成主要取决于政府对经济的参与程度、金融市场的管制程度和市场机制的完善程度等因素。我们认为，对上述两类融资制度而言，政府在社会经济中的作用程度是截然不同的。作为制度化现象出现的银行导向型融资制度不是市

场交易的结果，而是政府积极参与经济和实现经济赶超战略的选择。而实行资本市场主导型融资制度的国家，市场制度比较成熟，工业化过程几乎没有政府参与，主要依赖企业自发投资并不断通过风险资本创造出新的产业。通过对主要工业化国家的融资制度的绩效的比较研究，我们发现银行导向型融资制度在法制建设滞后和市场环境不完善的条件下，在充分动员金融资源和促进经济高速增长方面显示出较高的效率，但经济发展中耦合过于紧密的银企关系，容易导致资源配置机制与激励机制扭曲。与此形成鲜明对比的是，资本市场主导型融资制度在获取相等信息租金的前提下，其搜集信息的成本是逐次降低的，融资效率呈上升化态势。

中国企业融资制度的变迁总体上是沿着财政拨款型，到银行贷款型，再逐步到市场调节型这一主线演进的；其运行机制的变革集中体现在对资金约束形式的变化上，从财政拨款型融资机制下的资金无约束，到银行贷款型融资机制下的资金软约束，再逐步到市场调节型融资机制下的资金硬约束；这也充分反映了企业从既不负盈也不负亏，到只负盈不负亏，再逐步到自负盈亏的演进过程。在企业融资制度变迁的过程中，存在着路径选择的问题。我们认为良性、高效的均衡路径是在企业面向资本市场融资的同时，建立适应市场运作机制要求的公司治理结构，以融资促进企业经营绩效的提高，以企业绩效的提高带动企业的理性融资。

我们认为，我国融资制度效率不高的根源是其本身存

在的三重内在缺陷：结构性缺陷、体制性缺陷和功能性缺陷。融资制度的结构性缺陷表现为间接融资与直接融资比例失衡、间接融资内部中的国有银行信用垄断以及直接融资内部中的各市场内部及其相互之间的不协调发展。融资制度的体制性缺陷表现为银行与企业之间的“预算软约束”和发展证券市场的基本定位不正确。融资制度的功能性缺陷表现为信贷资金“逆配置”导致金融市场内在功能缺失和上市公司“重融资、轻转制”。

虽然我国金融深化还远未达到建立健全市场经济体制的要求，但经过二十多年的金融深化，我国金融市场化水平已得到明显提高。这为上市公司融资提供了一定的金融空间。然而，证券市场作为上市公司优化资本结构的金融平台存在诸多问题：偏小的市场规模抑制了上市公司借助证券市场的外源融资行为；在存在信贷软约束的前提下，证券市场结构失衡，致使上市公司优化资本结构难以实现，再高的负债比率也无法形成对经营者的有效约束；无法流通的国家股及法人股，使国家及法人成为天生的战略投资者，不能在股市价格波动中谋取资本利得，因而缺少对公司股价的关心，缺乏优化企业资本结构的动力；非理性的投资者热衷于股市投机，忽视对代理人的监督，进一步助长了上市公司的不规范行为；等等。

目前，制约上市公司融资进而决定其资本结构的法律法规主要包括《公司法》、《证券法》、《破产法》、《商业银行法》、《税法》的相关条款以及证券监管机构制定的有关股票发行、公司送配股和企业债券发行与管理的法规。这

些法律法规通过界定政府、投资者、金融中介以及经营者的权力与义务，构成了制约上市公司融资的法律框架。

三、上市公司融资行为与股权融资偏好

新优序融资理论揭示了企业的最优融资顺序应该是：内源融资→债务融资→股权融资。然而，处于转型过程中的我国上市公司却存在着强烈的股权融资倾向，这显然有悖于新优序融资理论。由于资本结构的行业特征，一定程度上反映了资本市场的资本风险配置效率，因此我们首先通过对我国上市公司资本结构的行业特征的统计分析，得出资本结构与所属行业的收益风险特征不匹配和我国资本市场的资本风险配置极度扭曲、处于低效配置状态的富有价值的结论，造成这种状况的主要制度根源是公司上市的目的不纯及对公司股权融资的监管政策不合理。其次，通过对上市公司融资状况的比较分析和融资行为特征的归纳总结，提出我国上市公司存在“融资偏好悖论”这一命题。并从资本的配置和使用效率、投资者的利益与长期投资积极性、公司成长性、公司治理结构以及宏观经济等五个方面透析了股权融资偏好的不良影响。在此基础上，从融资成本、公司治理机制和企业体制等三个方面对融资偏好悖论进行了解读，指出股权融资成本低于债务融资成本是我国上市公司偏好股权融资的直接动因、公司控制机制的错位和治理机制的扭曲是我国上市公司偏好股权融资的深层原因和转型时期的双重企业体制是我国上市公司偏好