



Research on the
Relationship
of Asset Structure,
Capital Structure and
Corporate
Performance

基金：湖南省哲学社会科学成果评审委员会立项课题(1011218B)
湖南省情与决策咨询研究课题项目(201011BZZ120)
湖南省教育厅科学研究项目(10C0878)。

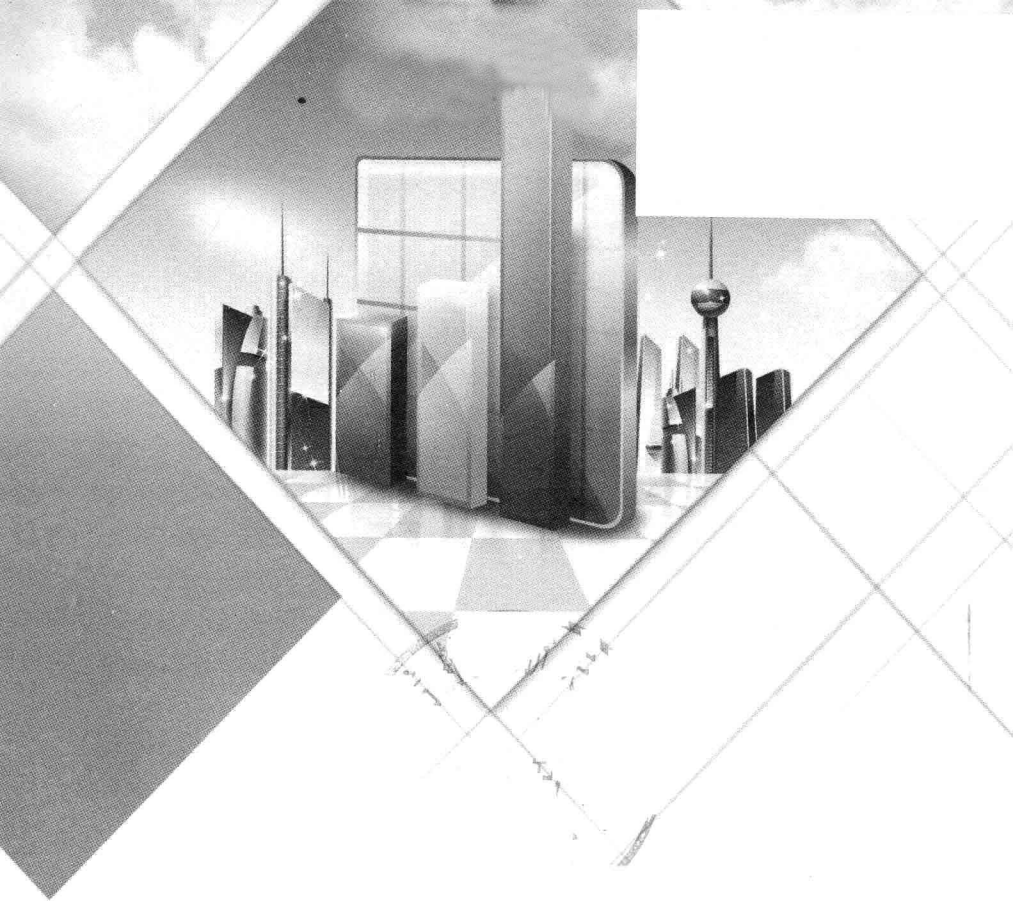
资产结构、资本结构 与公司绩效关系研究

Research on the Relationship of Asset Structure,
Capital Structure and Corporate Performance

杨远霞 / 著



中南大学出版社
www.csupress.com.cn



基金：湖南省哲学社会科学成果评审委员会立项课题(1011218B)
湖南省情与决策咨询研究课题项目(201011BZZ120)
湖南省教育厅科学研究项目(10C0878)。

资产结构、资本结构 与公司绩效关系研究

Research on the Relationship of Asset Structure,
Capital Structure and Corporate Performance

杨远霞 / 著



中南大学出版社
www.csupress.com.cn

图书在版编目(CIP)数据

资产结构、资本结构与公司绩效关系研究/杨远霞著.

—长沙:中南大学出版社,2013.10

ISBN 978-7-5487-1008-0

I. 资... II. 杨... III. ①上市公司-资产结构-关系-企业
绩效-研究②上市公司-资本结构-关系-企业绩效-研究
IV. F276.6

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2013)第 268420 号

资产结构、资本结构与公司绩效关系研究

杨远霞 著

☐责任编辑 陈雪萍

☐责任印制 文桂武

☐出版发行 中南大学出版社

社址:长沙市麓山南路

邮编:410083

发行科电话:0731-88876770

传真:0731-88710482

☐印 装 长沙市宏发印刷有限公司

☐开 本 880 × 1230 1/32 ☐印张 11.5 ☐字数 267 千字

☐版 次 2013 年 10 月第 1 版 ☐2013 年 10 月第 1 次印刷

☐书 号 ISBN 978-7-5487-1008-0

☐定 价 28.00 元

前 言

自 20 世纪 50 年代 Modigliani 和 Miller 提出 MM 资本结构理论以来,国外研究资本结构与公司绩效相关性的文献较为丰富,但目前没有一致的结论。我国学者对资本结构的研究起步较晚,也没有形成一致的结论。

综观已有文献,发现国内外的相关文献多是研究资本结构对公司绩效的影响,却很少从资产结构的角度研究其对公司绩效的影响。而实际上,企业作为资源的集合体,资本与资产是同一资金的两个方面,两者共同构成了资产负债表的内容,资产结构是投资活动的结果,资本结构是筹资活动的结果,无论是筹资活动还是投资活动,都对公司的绩效有一定程度的影响,因此,资产结构的研究同样重要。另外,目前国内关于资产结构、资本结构与公司绩效关系的研究样本主要集中在全国上市公司,而对创业板、中小企业板、区域性及分行业的上市公司的资产结构、资本结构与公司绩效关系的研究非常少。而事实上由于经济、文化等原因,我国上市公司存在较大的行业性、区域性等差异,这些差异对上市公司的治理有着很大的影响。因此,本书在前人研究的基础上,结合资产结构、资本结构与公司绩效的相关理论,对我国创业板、中小企业板上市公司及行业板块、湖南省上市公司的资产结构、资本结构与公司绩效的相关性进行了理论和实证研究,以期充实已有的研究成果,同时也为我国上市公司优化资产结构、资本结构,提高公司绩效提供经验证据。也希望为政府改善投资环境、融资环境和提高资本市场效率提供决策参考。

本书在研究方法上主要采用实证研究法，按照“假设—数据—检验”等关键步骤对总体进行科学的推断，旨在发现资产结构、资本结构与公司绩效之间存在的关系。此外，也采用了调查研究法等研究方法。

本书共分为三部分，其中第一部分研究资产结构与公司绩效的关系，第二部分研究资本结构与公司绩效的关系，第三部分将资产结构、资本结构结合起来，研究二者对公司绩效的影响。

本书倾注了作者近10年的心血，但由于水平有限，疏漏和不足之处在所难免，真诚希望读者提出宝贵的意见，以便作者在今后的研究中注意和提高。

杨远霞

目 录

第 1 篇 资产结构与公司绩效关系研究	(1)
第 1 章 现金持有量与盈利能力关系研究	(3)
第 2 章 中小企业现金持有量与公司绩效关系研究	(25)
第 3 章 房地产企业现金持有量与公司绩效关系研究	(52)
第 4 章 湖南省上市公司资产结构与公司绩效关系研究	(70)
第 2 篇 资本结构与公司绩效关系研究	(89)
第 5 章 我国创业板上市公司资本结构与公司绩效关系 研究	(91)
第 6 章 我国中小型高新技术上市企业资本结构与公司 绩效关系研究	(107)
第 7 章 我国国有企业资本结构与公司绩效关系研究	(143)
第 8 章 我国钢铁行业上市公司资本结构与公司绩效 关系研究	(167)
第 9 章 我国家电行业上市公司资本结构与公司绩效 关系研究	(195)
第 10 章 湖南省上市公司资本结构与公司绩效关系研究	(215)

第3篇	资产结构、资本结构与公司绩效关系研究	(259)
第11章	我国创业板上市公司资产结构、资本结构与公 司绩效关系研究	(261)
第12章	我国国有企业资产结构、资本结构与公司绩效 关系研究	(282)
第13章	湖南省上市公司资产结构、资本结构与盈利能 力关系研究	(298)
附录		(325)

第 1 篇

资产结构与 公司绩效关系研究

第1章 现金持有量与 盈利能力关系研究

现金持有量和盈利能力是公司管理的两个重要方面。现金作为一项资产，其持有量的多少会影响企业的经营状况和盈利能力。研究现金持有量与盈利能力关系不仅充实了现金持有量理论和公司治理理论，还有利于公司对现金进行有效管理，帮助投资者做出最佳的投资决策。本章以2005—2010年间1155家A股上市公司为样本，以现金资产占比与货币资金为被解释变量，以总资产报酬率、净资产报酬率、主营业务净利率和净利润为解释变量，建立线性回归模型，对现金持有量与盈利能力的关系进行了实证检验。结果表明，现金持有量与盈利能力呈正相关关系。其中，现金持有量与净利润呈显著的正相关关系；现金资产占比与净资产报酬率呈显著的正相关关系，与总资产报酬率、主营业务净利率也呈正相关关系，但线性关系不显著。

1.1 绪论

1.1.1 研究背景与意义

1.1.1.1 研究背景

现金持有政策是公司的一项重要财务决策，盈利能力是评价公司的一项重要能力。无论是股东、债权人还是管理者都对企业的盈利能力和现金持有量十分重视，而现金持有的决策是企业的

重大难题，与企业的经营、融资、投资、股利分配等企业活动都有关系。所以现金作为企业的一部分资产，其持有量的多少会影响企业的经营状况和盈利能力。

目前大部分的研究都是关于影响现金持有量的因素和企业资产结构与盈利能力的实证研究等，而对现金持有量与盈利能力关系的实证研究较少。正是基于此，本章选择研究现金持有量与企业盈利能力的关系。

1.1.1.2 研究意义

现金持有水平是否合理不仅关乎企业的经营绩效与财务风险，也关乎投资者的权利问题是否得到保障。因此，研究现金持有量与盈利能力的相关性具有重要意义。其理论意义在于：

(1) 通过现金持有量与企业盈利能力的实证研究可以说明现金持有量与盈利能力的相关关系，充实和发展现金持有量的理论研究，为以后的研究提供理论和实证基础。

(2) 现金持有理论与公司治理的相关研究有很多切合点，特别是近些年有很多关于各种公司治理机制对现金持有量影响的研究，而盈利能力是公司治理层面的一个因素。由此可以丰富公司治理的理论研究。

其实际意义如下：

(1) 根据分析结果，企业可以根据现有的盈利能力确定最佳现金持有量，对现金实行有效的管理，使现金资源得到有效的优化配置，有助于降低现金的持有成本，使持有成本最小化。也可以帮助管理者做出正确的决策，使企业的未来盈利能力不断增强。

(2) 对于投资者来说，可以帮助投资者做出最佳的投资决策，获取更多的收益，降低相关的投资风险。

1.1.2 国内外研究现状分析

1.1.2.1 国外研究现状

国外研究主要是把盈利能力作为一个影响现金持有量的因素来证实两者之间存在的关系。Czyezwski 和 Hicks(1992)以 28518 家企业为样本,对资产结构和现金持有量如何影响资产收益率(ROA)的问题进行研究,得出的结论是,成功的企业具有相对较高的现金资产集中度,充足的现金实际上会产生较高的资产收益率^①。Kim 等(1998)以美国 915 家制造企业为样本,采用横截面回归、横截面加时间序列分析方法对美国公司进行实证研究发现:现金持有比例与盈利波动呈正比例相关关系^②。Dittmar 等(2003)采用多元回归方法对 45 个国家的 11591 家公司的样本数据进行研究,得出现金持有比率与盈利能力呈正相关关系。较大规模的公司持有较少的现金,盈利的公司持有较多的现金^③。Nicolas Couderc(2004)通过 Bivariate Probit 模型对加拿大、法、德、英和美等国的 4515 家公司 1989—2002 年的数据进行研究,发现现金持有量和公司盈利之间是一个负相关关系^④。

1.1.2.2 国内研究现状分析

国内研究现金持有量与盈利能力相关性的文献较少,且得出的结论存在差异性。侯林芳和韦德洪(2007)选取 2003—2005 年

① Czyezwski, Hicks. Hold Onto Your Cash [J]. Corporate Finance, 1992(22).

② Kim, C. S., Mauer, D. C., Sherman, A. E.. The Determinants of Corporate Liquidity: Theory and evidence [J]. Journal of Financial and Quantitative Analysis, 1998 (33): 335 - 359.

③ Dittmar, Amy, Jan Mahart-Smith, and Henri Serves. International corporate governance and corporate liquidity [J]. Journal of Financial and Quantitative Analysis, 2003 (38): 111 - 133.

④ 张海,杨兴全.我国上市公司高额现金持有动因及经济后果研究[D].新疆:石河子大学,2008.

沪深两地的上市公司为样本,在资产结构与盈利能力关系的研究中得出,现金资产占比和净资产收益率、总资产收益率的线性关系并不显著,与主营业务利润率在 2004 年有显著的线性关系,2003 年和 2005 年的线性关系并不显著^①。张海和杨兴权(2008)把主营业务利润率和净资产收益率作为评价盈利能力的重要指标,得出 2000—2002 年高额现金持有上市公司的盈利能力比非高额现金持有公司低。由描述性统计差异来看,2003—2005 年高额现金持有阻碍了公司获得较好的盈利能力。林伟和朱和平(2008)采用了描述性分析和回归分析研究了我国中小企业板高额现金持有对企业盈利能力的影响。描述性分析的研究结果是持有高额现金对企业的盈利能力存在影响,但影响程度不大。回归分析的研究结果是超额现金的持有对企业的盈利能力存在很大的影响,两者呈负向变动关系^②。潘三毛和张月友(2009)以沪深两市 821 家制造业上市公司 2006 年的财务报表数据为样本,研究得出现金资产占比同盈利能力呈正相关关系^③。焦瑞新和王春峰(2009)在我国上市公司现金持有动态特征研究这一块的观点是:在融资优序理论下,根据内在逻辑现金持有量与盈利能力呈负相关关系,盈利能力越高企业的现金持有量越小。但是在其实证研究中以 754 家公司为样本,通过最小二乘估计得出的结论未得到支持。以机械行业 245 家上市公司为样本,在融资优序理论下盈

① 侯林芳,韦德洪.我国上市公司资产结构与公司绩效相关性的实证研究[D].南宁:广西大学,2001.

② 林伟,朱和平.中小企业板上市公司现金持有量的实证研究[D].无锡:江南大学,2008.

③ 潘三毛,张月友.我国上市公司资产结构与盈利实证研究[J].中国管理信息化,2009,12(24).

利能力与现金持有量负相关关系在机械行业研究也未得到实证支持^①。张雪梅(2011)选取了近五年来腾讯、盛大、网易三大上市公司占网游市场份额的数据,以盈利能力为自变量、现金持有量为因变量研究两者之间的相关关系。研究表明企业盈利能力与现金持有量呈现显著正相关的关系。企业的盈利能力越强,持有的现金余额会越高,企业的发展速度也会更快^②。

综上所述,目前国内外对现金持有量与盈利能力关系所进行的针对性研究相对较少,且由于选取的样本、评价指标以及研究方法不同,得出的结论也不太一致。一种研究结果是现金持有量与盈利能力呈显著的正相关关系,但也存在线性关系不显著。另一种是现金持有量与盈利能力存在负相关关系。这也说明理论分析与实证研究结果存在差异。所以需综合各观点及我国上市公司的现状及特点,提出正确的假设并进行检验。

本章以1155家A股上市公司对外公布的2005—2010年6年的财务数据为研究样本,对样本的现金持有量指标值和盈利能力指标值进行描述性分析,提出假设,然后建立模型,通过回归分析得出现金持有量与盈利能力的关系,并分析其原因;最后根据研究结果提出一些建设性意见。

1.2 现金持有量与盈利能力的理论分析

1.2.1 现金持有量的相关理论

早在20世纪30年代,现金持有问题就引起了国外学术界的

① 焦瑞新,王春峰.我国上市公司现金持有及风险管理研究[D].天津:天津大学,2009.

② 张雪梅.企业公司绩效如何影响现金持有量——以中国网络游戏行业为例[J].上海管理科学,2011,33(3):73-75.

极大关注,诸多学者从经济学和财务学理论的角度出发,对企业现金持有问题进行了诠释,其中影响程度比较大的理论主要包括:交易成本理论、静态权衡理论、信息不对称理论、融资优序理论和代理成本理论等。

1.2.1.1 交易成本理论

企业持有现金的目的主要是满足企业的日常支出和维持正常的经营活动,并与投资、融资及股利政策密切相关。凯恩斯在对现金的研究分析后认为可以将对企业货币资金的需求动机分为三种:交易性动机、预防性动机和投机性动机。其中,交易性动机是指日常经营活动中由业务交易引起的现金需要;预防性动机是指为了防止意外情况的发生而持有的现金;投机性动机则是指为了抓住投机机会而保留现金。

由于在实际社会中并不存在完美的资本市场,企业所处的资本市场是存在交易成本的。当企业面临好的投资机会而缺乏现金时,通过银行借款等外部市场获取现金的成本是高昂的。因此,保留一定的现金可以降低由现金不足引发的成本,为企业的经营发展打下了基础。

1.2.1.2 权衡理论

现金持有量的权衡理论认为,企业是为了交易性需求和投资性需求而持有现金,但是持有现金过多会产生一定的机会成本,持有现金太少会产生一定的交易成本。这两种成本权衡决定了企业的目标现金余额。Mulligan(1997)和 Opler(1999)提出企业的最佳现金持有量是持有现金的收益与持有成本之间权衡的结果^①。Opler 和 Harford(1999)的相关研究表明从静态角度公司存在最佳现金持有量,但是市场的不完善性又有研究表明现金持有

^① Michael W. Faulkender. Cash Holdings Among Small Businesses[D]. University of Maryland - Robert H. Smith School of Business, 2002.

是一种动态行为^①。

目标现金余额的确定有两种模型：成本模型和随机模型。成本模型强调持有现金是有成本的，最佳现金持有量是使现金持有成本最小化。其中，现金持有成本包括：机会成本、管理成本、短缺成本。即：

最佳现金持有量 = $\min(\text{机会成本} + \text{管理成本} + \text{短缺成本})$

随机模型(又称米勒-奥尔模型)强调企业现金流量往往具有很大的不确定性，只能对现金持有量确定一个控制区域，定出上限和下限。当企业现金余额在上限和下限之间波动时，表明企业现金持有量处于合理的水平，无需调整。当现金余额达到上限时，则将部分现金转化为有价证券；当现金余额下降到下限时，则卖出部分证券。

1.2.1.3 信息不对称理论

信息不对称是一种社会常态，并必然会导致各种不易量化的成本。由于外部投资者购买公司股票的目的是通过股票价值的上涨来获得收益，所以在购买时就会对股票打上一定的折扣。从公司管理者来看，这种折扣很有可能会低估公司股票的价值。此时，管理者就会放弃通过证券来融资该项目。信息不对称通常使公司从外部筹集资金需要付出较高的成本。由此看来，持有现金来预防这种情况的发生可以提高企业价值，并且信息不对称越是严重的公司越愿意持有较多的现金。

1.2.1.4 融资优序理论

融资优序理论则放宽MM理论完全信息的假定，以不对称信息理论为基础，并考虑交易成本的存在，认为权益融资会传递企业经营的负面信息，而且内部融资的资本成本低于外部融资的资

^① Michael W. Faulkender. Cash Holdings Among Small Businesses[D]. University of Maryland - Robert H. Smith School of Business, 2002.

本成本,因而企业融资一般会遵循留存收益、安全性债务融资、风险性债务融资和权益融资这样的先后顺序进行筹资且认为不存在最优的现金持有量。Myers 和 Majluf 的研究表明,当股票价格被高估时,企业管理者会利用其内部信息发行新股。当投资者意识到信息不对称的问题时,企业宣布发行股票,投资者会降低对现有股票和新发股票的估价,从而导致股票价格下降、企业市场价值降低^①。内源融资主要来源于企业内部形成的现金流,它等于净利润加上累计折旧减去股利。由于内源融资没有资本成本,所需付出的代价和所受限制少,因而成为首选的融资方式;其次是低风险债券,其信息不对称成本可以忽略;再次是高风险债券,最后在不得已的情况下才发行股票。

1.2.1.5 代理成本理论

由于所有者和管理者之间存在的较为严重的信息不对称,存在着利益冲突,Jensen 和 Meckling 于 1976 年提出了代理成本理论。代理成本是指委托人为防止代理人损害自己的利益,通过严密的契约关系和对代理人的严格监督来限制代理人的行为而付出的代价。现金资产是一种能够被代理人自由处置和更容易侵占的资产。具有现金自由处置权的管理者出于自身利益的需要可能会做出不以公司价值为先的决策和判断,所以管理者会倾向于持有大量的现金而不是分红给投资者^②。而这种理论不仅是基于委托人和代理人的冲突产生,也是基于股东与债权人之间产生的代理冲突而产生的。债权人倾向于企业持有大量的现金,投资一些低风险较高回报的投资,这样可以保证企业具有较强的偿债能力,

① Michael W. Faulkender. Cash Holdings Among Small Businesses[D]. University of Maryland - Robert H. Smith School of Business, 2002.

② Michael W. Faulkender. Cash Holdings Among Small Businesses[D]. University of Maryland - Robert H. Smith School of Business, 2002.