

# 第 1 章

## 前 言

### 第一节 研究目的及意义

自 1990 年 12 月上海证券交易所和 1991 年 4 月深圳证券交易所正式开业至今，中国资本市场经历了 14 个春秋，为中国经济的发展做出了巨大贡献。2003 年末，中国上市公司已达 1290 家，股票市值已达 45456 亿元人民币，占当年 GDP 的 38.95%，流通市值达 14301.43 亿元人民币，占当年 GDP 的 12.26%。<sup>①</sup> 随着 2004 年 1 月 31 日《国务院关于推进资本市场改革开放和稳定发展的若干意见》的出台，中国资本市场将进入一个新的发展时期。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，中国的资本市场和上市公司还有许多问题值得深入探究。在众多的研究议题中，本书主要关注上市公司的融资行为，特别是公司的融资结构。融资结构（或资本结构）是指企业各项资金来源的组合状况，即企业资产负债表右边各组成部分的构成。对公司融资

数据来源：中国证监会及国家统计局网站

结构的研究是二十世纪 50 年代以来 金融理论界研究的热门话题之一，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。

中国是世界上最大的发展中国家和发展潜力最大的资本市场，中国的上市公司的融资行为特征更值得深入研究。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。面对多种融资渠道，中国企业应该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。

本书的研究对象没有包括中国非上市企业，主要是基于以下考虑：

1. 中国非上市企业的融资方式非常有限，如中国的非上市民营企业以及中小企业面临的问题主要不是如何优化融资结构，而是如何得到企业发展所需要的资金。而上市公司直接面对资本市场，它们具有在资本市场中利用股票、债券、银行信贷等金融工具筹集资金的灵活性。因此，中国上市公司具有一定的通过资本

① 这一研究始于 1958 年 Modigliani 和 Miller 发表在《美国经济评论》6 月号的 “The cost of capital corporate finance, and the theory of investment”。

市场调节融资结构的能力。

2. 中国上市公司是中国企业的“精英”，对它们的融资行为以及融资结构的研究显得格外有意义。

3. 上市公司必须向投资者定期公布他们的财务数据和市场数据，这样便于进行实证分析。

4. 本书的上市公司不包括在深圳证券交易所上市的 36 家中小企业，因这它们的上市时间太短，数据太少，无法进行实证分析。

## 第二节 研究方法与数据来源

### 研究方法

在兼顾规范分析的基础上，本书以实证分析为主。规范分析与实证分析是经济分析的基本方法，规范分析主要研究判断经济行为“好”、“坏”的标准，并用这些标准去衡量、评价经济行为应该是怎样的；实证分析则只对事实做客观描述，而不对行为结果做价值判断，主要回答“怎么样”或“是什么”。因为只有把“怎么样”弄清楚了，才能更好的回答“怎么做”的问题。本书的重点放在回答第一个问题上，即中国上市公司的融资行为及融资结构的现状究竟如何，因此实证分析方法贯穿全文。

在兼顾定性分析的基础上，本书以定量分析为主。定量分析可以使研究在很大程度上摆脱个人情感和主观愿望的干扰，更加清晰地刻画事物的主要特征，而且有利于揭示事物发展的一般规

律。当然定量分析也离不开定性分析，没有定性分析基础的定量分析是无意义的，定量分析的最终结果还要上升到定性分析。在分析工具的选择上，笔者主要应用了比较分析法、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、多元线型回归模型以及混合数据的变截距固定效应模型。

#### 数据来源及数据处理软件

书中主要数据来自《中国股票市场研究（CSMAR）数据库》；《中国统计年鉴》；中国证券监督管理委员会网站；上海证券交易所网站；《中国上市公司基本分析》以及《中国证券期货统计年鉴》；《中国金融年鉴》。

本书在处理数据时应用的软件有 EXCEL、SPSS11.5 和 EVIEWS4.0。

### 第三节 研究内容和主要观点

#### 研究的内容

本书紧紧围绕中国上市公司融资结构进行研究，由七章组成。

第一章为“前言”。介绍本书的研究目的及意义；研究方法

和数据来源；研究的内容和主要研究结论；有关概念的界定。

第二章为“融资结构理论综述”。本章首先对融资结构理论的基石“M.M”理论进行了介绍，其中包括 Modigliani 和 Miller (1958) 在《资本成本、公司财务和投资理论》一文中提出的定理 I、定理 II、公司所得税的 M.M 模型和米勒 (1976) 的《债务和税收》中包含公司所得税及个人所得税的米勒模型。由于该理论是建立在一系列完美的假设的基础上，所以本章随后介绍了释放 M.M 理论中的除“信息完备”假设以外所有假设的“权衡理论”，接下来比较全面系统地介绍了建立在“信息非对称”基础上的“激励理论”、“信号传递理论”和“控制权理论”。这三个理论的共同特点是把公司融资结构与公司治理结构相联系起来，从理论上证明了融资结构是如何通过影响公司治理结构来影响企业市场价值的。

第三章为“融资结构的国际比较”。本章对主要发达国家和发展中国家的融资结构的特点、变动趋势、行业特征、融资结构与企业规模的关系、影响融资结构的制度因素进行了分析。这些分析结果为分析中国上市公司的融资结构的特征提供了参照。

第四章为“中国上市公司融资结构的特征”。本章首先对中国证券市场的现状进行了详细的分析；接着分析了中国证券市场与上市公司融资的基本情况以及发展中存在的问题。指出中国证券市场的发展规模偏小、结构失衡、品种单一，影响到上市公司的融资结构的优化过程；进而依据上市公司财务报表的数据库对样本公司融资结构、融资结构变动趋势、融资结构的行业特征、地区特征、融资结构与公司规模的关系进行了实证分析，得出中国上市公司具有强烈的股权融资偏好的结论，并对其成因进行了剖析。

第五章为“中国上市公司融资结构与绩效关系的实证分析”。

本章首先从理论上分析了融资结构影响公司价值的路径，随后以上市公司的财务数据为样本对公司的融资结构与绩效的相互关系进行了实证分析，并得出中国上市公司没有利用债务融资的杠杆效应以及公司治理效应提升公司价值的结论。

第六章为“影响融资结构的因素”。本章首先从理论上对影响融资结构的因素进行分析，然后以中国上市公司 1998 - 2003 年的混合财务数据和反映经济增长、证券市场发展规模及流通性的宏观指标对影响我国上市公司融资结构的因素进行了实证分析。

第七章为“优化中国上市公司融资结构的目标及对策”。本章首先提出了优化中国上市公司融资结构的目标；接着提出了在一定的外部环境情况下，公司选择融资结构的思路；进而对如何通过完善公司的治理结构、建立“硬化”债务融资机制以及建立一个完善发达和成熟的证券市场提出了一些可操作性的建议。

## 主要观点

### （一）研究国外融资结构理论对优化我国上市公司的融资结构具有很强的现实意义和借鉴作用

虽然“M.M 理论”的假设与现实相距太远，但它首次应用严谨、科学的定量分析方法把企业的融资结构与企业的价值联系在一起，虽然以后的理论有很大的发展，但研究的主线还是融资结构和企业价值，只不过是在逐步放松其假设条件，使融资结构的理论的假设条件与现实情况接近。

“权衡理论”指出，企业最优的债务/权益之比是在由负债带来的抵税收益、杠杆收益与由此而带来的财务拮据风险、非负债

税盾、代理成本之间权衡的结果。该理论认为，资产规模大、抵押产品价值高、盈利能力强的公司，可以适当增加其债务融资；而处于成长阶段、资产折旧计提比例大、收入的波动性大、无形资产比例大的公司，可以适当地减少债务融资水平。

“激励理论”表明，通过改变融资结构，增加债务融资比例可以达到以下目的：（1）在公司总投资规模不变的情况下，可以提高高管人员股权比重，以减少经理与股东之间的代理成本；（2）可以减少高管人员用来消费的“自由”现金流，从而减少高管人员的过度在职消费以及过度投资；（3）增大破产的概率，使高管人员为了避免破产，必须努力工作；（4）使企业比较容易做出对企业所有者有利的清算决策。

“信息传递理论”告诉我们：（1）投资者把提高债权融资视为企业经营质量高的信号；（2）债务水平与企业价值正相关；（3）企业融资的顺序是先通过内部融资，然后再通过低风险的债券融资，最后才采用股票。该理论最重要的经验含义是：发行股票的消息一经宣布，企业现有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能在不传递任何有关企业类型的信息的情况下，达到不影响股票的价格的目的。

“控制权理论”认为：融资结构决定着公司的收购和反收购的能力，同时对委托投票权竞争、控制权市场的收购产生影响。

## （二）在实证基础上揭示我国上市公司的特征与原因

第一、我国上市公司融资结构的普遍特征如下：上市公司的资产负债率偏低；内源融资的比例普遍很低，外源融资占据绝对的比重，部分上市公司甚至完全依赖外源融资；在外源融资中，股权融资所占比重平均超过了 50%；债权融资结构中以短期流动负债为主，长期负债比例普遍较低；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，这个结论与国外融资结构理论中的“优序理论”相左。这主要与我国目前上市公司整体业绩不佳，现金流量不足；公司的特殊股权结构使股东治理结构弱化，股权融资成本偏低以及缺乏完善发达的证券市场和中长期信贷市场有关。

第二、总体上，中国上市公司的融资结构存在行业差异，但同一行业内的公司融资结构没有显著性差异，大部分行业的融资结构会随着时间的变化而变化。资产负债率较高的行业有房地产业、建筑业、批发和零售贸易业、信息技术业和造纸印刷业；资产负债率较低的行业有采掘业、食品饮料业、木材家具业、其他制造业、电力煤气及水的生产和供应业、社会服务业以及传播与文化产业，这些行业的年平均资产负债率都在 40% 以下，采掘业的平均资产负债率最低，各行业负债的相对水平大都和 Bradley 等（1984）对美国的研究相一致，但其中公用事业在美国属管制行业，负债率较高，而中国的水电煤气生产供应业的负债率却很低，原因在于中国这些行业受管制较少而利润较高，稳定的高利润使公司负债较少；同一因素对不同行业影响程度具有显著性的差异。实证分析还进一步得出，本书第六章表 6-1 未列出的因素对不同行业融资结构的影响也具有显著性差异，行业因素是影响公司融资结构的一个关键因素。

第三、中国上市公司总资产负债率与其业绩之间呈现显著的负相关关系。它体现出中国上市公司的高管人员并没有充分利用债务融资的抵税作用、财务杠杆作用以及公司治理作用来提升公司的价值。这与我国目前债务约束“软化”、上市公司特殊的股权结构、证券市场发展失衡、管理者选择机制尚不完善，“内部人”控制现象严重等因素有关。

第四、总体上，我国上市公司的资产负债率与其获利能力负

相关。具体结论有：上市公司的总资产负债率、短期有息负债率和长期有息负债率与其获利能力之间存在显著线性关系；当期公司业绩增长，公司将会减少其当期总资产负债率和短期有息负债率，而且这种行为还会持续到下一期；公司当期业绩以及上一期的业绩与当期长期有息负债率之间不存在线性关系，这也进一步表明，中国上市公司更看重短期有息负债。在债务融资结构中，短期有息债务占据较大比重，而当企业业绩看好时，首先减少的是短期有息负债；分析还得出：上市公司负债水平随着非债务税盾、收入的波动性而降低，但随公司规模、成长性、有形资产的比率、非流通股比率而上升。

第五、总体上，我国的经济发展水平与公司负债水平，特别是长期负债水平正相关；换手率（Turnover）对所有的资产负债率指标均有显著的影响；通货膨胀率对总资产负债率以及短期有息负债率的系数均为负值，但与短期有息负债率的关系不显著；经济增长指标对总资产负债率以及短期有息负债率的影响均不显著，对长期有息资产负债率系数为正值；股票市场的规模对总资产负债率以及短期有息负债率的影响均不显著，对长期有息资产负债率系数为正值。

### （三）中国上市公司融资结构优化的目标及其对策

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，使公司经营管理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的经营体制的改革、完善相关法律法规、大力发展企业债券市场等措施强化债务融资的“硬约束”机制，同时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，以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，以减少由于信息不对称而引起的代理成本。

## 本书的创新之处

第一，研究方法上有所突破。以往的研究主要以定性分析和规范分析为主；在静态分析和动态分析中主要以静态分析为主；在分析方法上主要以描述性统计以及利用截面数据建立回归模型。本书克服了以上分析方法的不足，充分应用统计学以及计量模型等定量分析工具，对我国上市公司的融资行为的特征进行广泛的实证分析，充分回答了我国上市公司的融资行为“怎么样”，从而为回答“怎么做”提供了充分的证据。

第二、第一次使用平行数据（Panel Data）建立了以融资结构指标为因变量，获利能力、非债务税盾、收入的波动性、公司规模、成长性、有形资产的比率、非流通股比率和有关宏观经济变量等指标为自变量的变截距（Variable Intercept）固定效应（Fixed - Effect）模型。此模型能够同时反映研究对象在时间和截面单元两个方向上的变化规律以及不同时间、不同单元的特征。平行数据模型综合利用样本信息，使研究更加深入，同时可以减少多重共线性带来的影响。根据笔者的检索，利用混合成数据，把反映宏观经济的变量引入融资结构决定模型中的实证分析，这还是首次。

第三、揭示出中国上市公司融资结构的行业特征。在分析中国上市公司的融资结构行业特征时，本书不仅得出了不同行业公司的融资结构存在差异的结论，还发现了同一行业内公司的融资

结构没有显著性差异；大部分行业的融资结构随着时间的变化而变化；同一因素对不同行业融资结构的影响程度具有显著性的差异；在本书第六章表 6-1 未列出的因素对不同行业融资结构的影响也具有显著性的差异。

有待进一步研究的问题

笔者在对上市公司融资结构进行的过程中，发觉仅通过一个专题就把“公司融资结构”这样一个大命题研究透彻是不可能的，还有太多的问题需要今后研究。

本书主要是依据国外的融资结构的理论，利用中国上市公司的数据对中国上市公司的融资结构特征、决定因素进行了较为详细的实证分析，对于“怎么做”的措施还有待进一步研究。

## 第四节 对有关概念的界定

### 融资

广义的融资是指资金融入者从资金融出者处筹集资金的过程或行为。随着金融市场的发展以及金融市场自身功能的不断完善，资金融入者的融资行为更多地金融市场中完成。金融市场参与者众多，包括中央政府、中央政府的代理机构、地方政府、国际机构、非金融机构、金融机构和众多的家庭（弗兰克·J·法博齐等，1998），金融市场参与者，都扮演着资金融入者的

角色。

狭义的融资是指企业为经营和生产准备好所需的资金的过程或行为，即企业融资是指资金融入者从自身的生产经营状况和现金流情况出发，依据企业未来的经营与发展需要，筹措生产经营所需资金的过程或行为（方晓霞，1999）。从经济学角度而言，这一过程又是资源配置的过程，即企业以利润最大化为目标，实现整个社会资源的优化配置（朱叶，2003）。

## 融资方式

企业的融资方式按资金来源可以分为内源融资方式与外源融资方式。前者指从企业内部筹集资金的方式，后者指从企业外部筹集资金的方式。

内源融资包括：（1）留利资金。留利资金是指企业创造的利润中，除去向所有者支付的报酬外（如向股东支付的股利），企业自行留用的剩余利润；（2）沉淀资金。企业的折旧基金在对应的固定资产更新期限到来之前处于闲置状态，可以加以利用；（3）内部集资。企业在必要时可以向内部职工集资。这种集资既可以是投资性的，也可以是借款性的。

内源融资具有以下优点：（1）以留存盈利作为融资途径，不需要实际对外支付利息或者股息，不会减少企业的现金流量；同时，由于资金来源于企业内部，不发生融资费用。而企业向外界筹集长期资金，无论采用股票、债券还是银行借款，不仅要支付利息或者股利，还需要支付大量的融资费用，因此，在融资费用相当高的今天，留存盈利的资本成本要低于外源融资的成本。（2）对企业来说，留存盈利与普通股的作用是相同的，都属于企业的权益资本，然而企业利用普通股融资可能带来所有权与控制

权的问题，以留存盈利作为融资来源则可以避免这些问题。（3）当企业缺乏其他融资来源时，往往利用留存盈利作为融资来源。例如，新成立的公司由于规模较小，其普通股票在二级市场的交易不够活跃，外源融资比较困难或者融资成本相对较高，在这种情况下，留存盈利由于不需要支付股息就成为企业重要的融资来源。

外源融资是企业通过资本市场吸收其他经济主体的资金，转化为本企业投资的过程。在金融市场日益货币化、信用化和证券化的过程中，外源资金成为企业主要的资金来源，表现出高效性、灵活性、大量性和集中性的特点。具体包括以下内容：（1）股权融资。包括首次公开发行（IPO）和再次公开发行（SPO）（如配股、增发等）；（2）借款。借款在这里仅指间接融资，包括向银行借款和非银行金融机构（如信托投资公司）借款；（3）融资券与债券。融资券被企业用来筹集短期资金、它是企业发行的期限在一年及一年以下的票据，对应于西方（尤其美国）的融通性商业票据。债券是企业发行的一种长期借款凭证。发行债券要经过一定的审批手续，并且大多通过银行或其他金融机构办理。

## 融资结构

融资结构（或资本结构）是指企业各项资金来源，既企业各种融资方式的组合状况，也可以看成是企业资产负债表右边各组成部分的构成。具体包括权益资本和总负债的比率；权益资本中的内部自有积累资金与股权融资的比率；股权融资中的不同股东的持股比率，如企业经营者与外部股东的持股比率；总负债中的长期负债与短期负债的比率、长期负债中来自银行的资金与债券市场资金的比率，等等，见图 1-1。不同的融资方式会产生不同

的融资结构。在以上比率中，理论与财务实践最为关心的是债务与权益之间以及权益资本中不同股东的资金比率关系。由于不同融资方式在发行成本、净收益、税收以及对企业所有权的认可程度都不一样，即融资结构选择会通过对企业融资成本、企业的治理效益的影响从而影响到企业的价值。

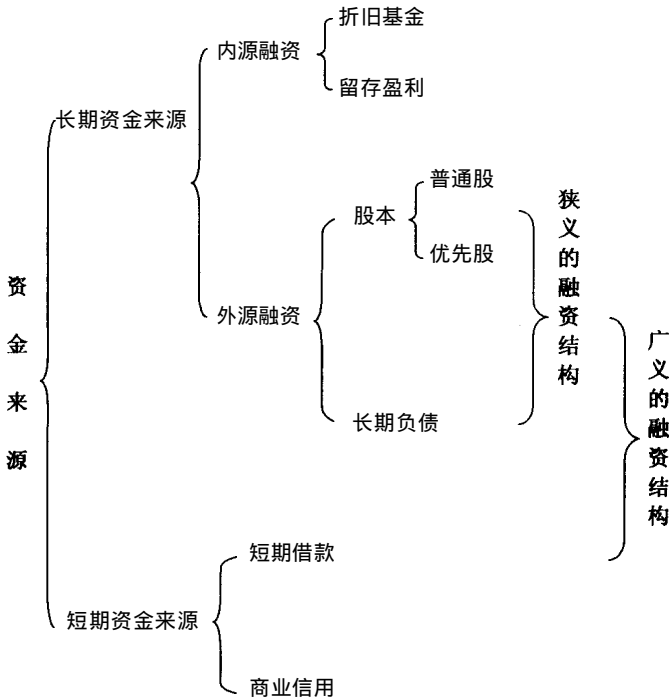


图 1-1 企业的融资结构图

资料来源：方晓霞：《中国企业融资：制度变迁与行为分析》，北京大学出版社，1999年4月第1版，第31页。

## 第 2 章

# 融资结构理论综述

现代企业融资结构理论源于上世纪 50 年代，1958 年美国著名经济学家莫迪利亚尼（Modigliani）和金融学家米勒（Miller）共同发表了《资本成本、公司理财与投资理论》一文，在一系列严格的假设条件下，他们认为企业的价值与其融资结构无关，即著名的 M. M 理论。由于该理论假设条件过于苛刻，因此受到实践的有力挑战。以后的研究在此基础上，逐步放松其假设条件，研究企业的融资结构对企业价值的影响。这些研究沿着两个分支发展，一是着重研究税收对企业融资结构的影响，20 世纪 60 年代，莫迪利亚尼和米勒在引入公司所得税后对这一理论进行了修正（1963），在一定程度上承认了债务融资所带来的利息抵税优惠将影响企业的融资决策。法勒和塞尔（Farrar and Selwyn，1967）及斯特普尔顿（Stapleton 1972）则考察了债券利息和股票收益个人所得税赋不同对公司融资的影响；另一支重点探讨了破产成本对资本结构的影响，主要有博克斯特（Baxter，1967）、克劳斯和利森伯格（Kraus and Litzenberg，1973）。这两大学派于上世纪 70 年代在某种程度上达成一致，形成了权衡理论，主张企业最佳资本结构在于权衡债务抵税收益与破产成本。但米勒（1977）对此提出了批评，他在《债务和税收》（Debts and tax）一文中，第一次系统地从理论上阐述了个人所得税对于企业债券和股票宏观平衡的影响，并重新回到了他自己的古典结论——M. M 定理。不过他的理论完

全忽视了企业破产成本的影响，于是出现了将权衡理论中的财务危机分析引入米勒债券市场一般均衡的综合理论，主要有迪安吉洛和马斯利斯（De Angelo and Maslis, 1980），金（Kim, 1982、1987）。到此为止的现代企业融资结构理论已几乎放宽了 M. M 定理的全部假设，但有一个前提却始终未触及，即充分信息假设。不过随着企业理论研究的深入，非对称信息理论开始应用于企业融资政策分析，罗斯（Rose, 1982）、梅耶和梅勒夫（Myers and Majluf, 1984）等人指出，负债率的变化向外界传达了公司的经营状况和管理层对未来收益的期望的信息。詹森和梅克林（Jerson and Meckling, 1976）则对代理成本的类别及构成因素进行了分析（李善民、苏斌，2000）。不对称信息理论的引入，是现代融资结构理论的一大飞跃，理论逐步发展形成了融资结构的激励理论、信号传递理论和控制权理论。这三个理论的共同特点是把公司融资结构与公司治理结构相联系起来，分析融资结构是如何通过影响公司治理结构影响企业的市场价值。近十多年来西方的融资结构理论无重大突破，着重在于对以上各种融资结构理论与企业实际运作之间的关系进行实证研究。所以本章将对以上融资结构理论的主要内容作简单概述。

## 第一节 M. M 理论

M. M 理论实际上是一系列命题的通称，其中包括 Modigliani 和 Miller（1958）在《资本成本、公司财务和投资理论》一文中的定理 I、定理 II、公司所得税的 M. M 模型和米勒（1976）

的《债务和税收》中包含公司所得税及个人所得税的米勒模型等。

## 《资本成本、公司财务和投资理论》中的定理 I、II

### (一) 有关假设

费朗科·莫迪利亚尼 (Franco Modigliani) 和金默顿·米勒 (Merton H. Miller) 所建立的融资结构模型是在以下假设基础上创建的。

假设 1：完全资本市场。这意味着债券和股票的交易无交易成本；资金可以充分自由流动；存在充分竞争机制；存在充分信息；投资者和公司以同等利率借款。

假设 2：企业的经营风险可用 EBIT 的标准差衡量，有相同经营风险的企业处于同一风险级上。

假设 3：所有债务都无风险，债务利率为无风险利率，也就是说公司无破产成本。

假设 4：投资者对企业未来收益和收益风险的预期是相同的。

假设 5：投资者预期的 BEIT 固定不变。所有现金流量都是固定年金，即企业的增长率为零。

### (二) 无公司所得税的 M.M 模型

定理 I：任何企业的市场价值取决于按照与其风险程度相适应的预期收益率进行资本化的收益水平，而与其融资结构无关。用公式表示如下：

$$V = (S + D) = BEIT / \rho_k \quad (2-1)$$

(2-1) 式中：V 为企业市场价值；S 为企业股权资本价值；