

# 中国上市公司融资 结构与公司绩效

王玉荣摇著

中国经济出版社

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, 2007

ISBN 7-5017-0611-1

I ①中 Ⅱ王 Ⅲ ①上市公司—融资—研究—中国 Ⅳ ①F276.28

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2007) 第 161111 号

---

出版发行: 中国经济出版社 (北京: 北京市西城区百万庄北街 2 号)

网 址: <http://www.cepp.com.cn>

责任编辑: 吴航斌 (办公电话: 010-68403640; 电子邮箱: [whb@cepp.com.cn](mailto:whb@cepp.com.cn))

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: 北京中印

开 本: 787mm×1092mm 1/16 印 张: 12.5

版 次: 2007 年 1 月第 1 版 印 次: 2007 年 1 月第 1 次印刷

印 数: 10000 册

书 号: ISBN 7-5017-0611-1

定 价: 25.00 元

---

版权所有 侵权必究 举报电话: 010-68403640

服务热线: 010-68403640

# 内容提要

---

自二十世纪五十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。





# 目 录

## 致摇谢

## 第 1 章

### 前摇言

---

第一节摇研究目的及意义 .....	员
第二节摇研究方法与数据来源 .....	猿
研究方法 .....	猿
数据来源及数据处理软件 .....	源
第三节摇研究内容和主要观点 .....	源
研究的内容 .....	源
主要观点 .....	远
本书的创新之处 .....	园
有待进一步研究的问题 .....	员
第四节摇对有关概念的界定 .....	员
融资 .....	员

融资方式 .....	源
融资结构 .....	源

## 第 2 章

### 融资结构理论综述

---

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

第五节 控制权理论 .....	缘源
阿洪—博尔顿模型 .....	缘源
哈里斯—拉维模型 .....	缘缘
斯达尔兹模型 .....	缘愿
伊斯瑞尔模型 .....	远园
控制权理论的结论 .....	远园

### 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 .....	远袁
前人研究成果综述 .....	远袁
有关样本、数据选取以及对有关指标的说明 .....	远源
第二节 样本国家的宏观经济分析 .....	远愿
发达国家的宏观经济分析 .....	远愿
发展中国家的宏观经济分析 .....	远愿
第三节 发达国家融资结构的比较与趋势 .....	苑园
融资结构的度量 .....	苑园
发达国家融资结构之比较 .....	苑猿
发达国家企业融资结构的特征 .....	苑愿
发达国家企业融资结构的变动趋势 .....	愿园
融资结构的行业特征 .....	愿袁
第四节 发展中国家融资结构的比较与发展趋势 .....	愿愿
第五节 影响融资结构因素的国际比较 .....	愿园

## 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 .....	100
中国证券市场与上市公司融资 .....	100
中国证券市场发展中存在的问题 .....	100
第二节 中国上市公司融资行为的特征 .....	103
指标及数据说明 .....	103
中国上市公司融资结构的总体特征 .....	103
第三节 上市公司融资结构的行业特征 .....	105
国内外的研究成果 .....	105
行业分类标准及样本说明 .....	105
上市公司融资结构行业特征实证分析 .....	105
第四节 上市公司融资行为的地区特征 .....	106
第五节 公司规模与融资结构的关系 .....	106
第六节 中国上市公司融资偏好顺序及其成因 .....	106
融资偏好顺序 .....	106
股权融资偏好的成因 .....	106
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 .....	页码
第二节 研究成果回顾 .....	页码
第三节 融资结构对公司绩效影响的实证分析 .....	页码
公司绩效的度量 .....	页码
上市公司融资结构与公司绩效关系的描述性分析 .....	页码
上市公司融资结构对公司绩效影响的回归分析 .....	页码
第四节 公司绩效对企业融资选择的实证分析 .....	页码
模型构建 .....	页码
实证结果与分析 .....	页码
第五节 对实证结果的进一步分析 .....	页码
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 .....	页码
公司的盈利能力 .....	页码
所得税 .....	页码

公司规模 .....	107
公司成长机会 .....	108
非债务税盾 .....	108
资产结构 .....	108
收入的波动性 .....	109
所有权结构 .....	109
第二节 中国融资结构决定因素的实证分析 .....	110
研究方法 与 模型构建 .....	110
实证分析结果 .....	110
第三节 实证结果的解释 .....	111
获利能力 .....	111
公司规模 .....	111
成长性 .....	111
非债务税盾 .....	111
资产结构 .....	111
收入的波动性 .....	111
所有权结构 .....	111
宏观变量 .....	111
第四节 融资结构决定因素的行业比较 .....	112
三个行业总资产负债率影响因素的比较 .....	112
各因素对不同行业影响程度的比较 .....	112
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 .....	112
.....	112
本章小结	

## 第 7 章

# 优化中国上市公司融资 结构的目标及对策

---

第一节 优化上市公司融资结构优化的目标 .....	104
利润最大化目标 .....	104
股东财富最大化目标 .....	104
企业价值最大化目标 .....	104
第二节 优化上市公司融资结构的政策建议 .....	105
优化公司内部治理结构 .....	105
强化债务融资的“硬约束”机制 .....	105
完善主办银行制度 .....	105
完善公司控制权市场竞争机制 .....	105
保持股票市场的健康稳步发展 .....	105
完善信息披露制度环境与实施机制 .....	105

## 参考文献

# 致摇谢

---

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。

~~图灵~~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！

# 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 1 月深圳证券交易所正式开业至今，中国资本市场经历了 20 个春秋，为中国经济的发展做出了巨大贡献。1997 年末，中国上市公司已达 1200 家、股票市值已达 10000 亿元人民币，占当年 GDP 的 10%，流通市值达 5000 亿元人民币，占当年 GDP 的 5%。<sup>①</sup> 随着 1999 年 5 月 15 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

---

<sup>①</sup> 数据来源：中国证监会及国家统计局网站

