

分类号_____

密级_____

U D C_____

编号_____

厦 门 大 学

博 士 后 研 究 工 作 报 告

中国企业资本结构优化研究

卢宇荣

工作完成日期 2008 年 9 月

报告提交日期 2008 年 11 月

厦门大学

2008 年 11 月

中国企业资本结构优化研究

Research on Capital Structure Optimization of Chinese Company

博 士 后 姓 名 卢 宇 荣

流动站（一级学科）名称 应用经济学

专 业（二级学科）名称 金 融 学

研究工作起始时间 2006 年 9 月

研究工作期满时间 2008 年 9 月

厦 门 大 学

2008 年 9 月

厦门大学博士后研究工作报告著作权使用声明

本人完全了解厦门大学有关保留、使用博士后研究工作报告的规定。厦门大学有权保留并向国家主管部门或其指定机构送交该报告的纸质版和电子版，有权将该报告用于非赢利目的的少量复制并允许该报告进入学校图书馆被查阅，有权将该报告的内容编入有关数据库进行检索，有权将博士后研究工作报告的标题和摘要汇编出版。保密的博士后研究工作报告在解密后适用本规定。

本研究报告属于： 1、保密（ ）， 2、不保密（ ）

纸本在 年解密后适用本授权书；

电子版在 年解密后适用本授权书。

（请在以上相应括号内打“√”）

作者签名： 日期： 年 月 日

导师签名： 日期： 年 月 日

内容摘要

自 1958 年 MM 定理问世以来，资本结构问题就受到金融学家的持续关注。企业资本结构是如何决定和调整的，它一直困扰着理论界，企业资本结构的优化仍是个难解之谜。迄今为止，资本结构理论并没有十分肯定地提供决定企业资本结构的方法，实践观察和理论解释之间还是存在着相当大的距离。与此同时，在经济全球化的背景下，随着中国企业改革的日益深化，中国企业的产权制度、经营管理体制和融资行为等都发生了比较大的变化，从而引起企业资本结构出现新的明显变化。目前，中国企业的资本结构是否合理？影响中国企业资本结构的因素有哪些？怎样才能促使企业的资本结构决策更有助于提高企业的价值？这是关系到中国企业改革继续顺利推进的一个亟待解决的重要课题，也是当前理论界关注和需要进一步深入研究的问题。

本文尝试将企业资本结构研究置于中国经济体制转轨的宏观背景下展开，主要目的在于力图发现制约中国企业资本结构选择以及优化的根本原因，并在此基础上提出优化中国企业资本结构的对策和措施，以求在实践中为企业优化资本结构、建立最优产权结构和改进治理结构提供理论指导。

本文首先按发展脉络将资本结构的理论文献划分为古典资本结构理论、现代资本结构理论、新资本结构理论和后资本结构理论四个阶段。综合新资本结构理论和后资本结构理论中的主流学派的观点，即权衡理论、信息不对称理论（信号传递理论、代理成本理论和优序融资理论）、公司治理理论（控制权理论和不完全合约理论）、产业组织理论和风险管理理论，可以归纳出影响企业资本结构的重要因素分别是：税收、非债务税盾、破产成本、盈利能力、企业规模、有形资产、经营风险、成长机会和股权结构。

其次，本文分别从历史、现实和国际三个层面对我国企业资本结构的演进与现状进行分析，通过国际比较得出中国企业资本结构失衡的初步判断，结合中国经济转轨的特定制度环境来分析影响我国企业资本结构优化的主要原因。在此基础上进一步对中国上市公司的资本结构进行实证分析，分别考察了资本结构的决定因素、资本结构的时间差异、行业差异和地区差异，进而得出中国上市公司资本结构失衡的总体判断。本文通过对中国国内股票市场自 1995 年上市的所有企业的资本结构 10 年的跟踪分析，检验了上市公司的盈利、规模、有形资产、税收、非债务税盾、成长机会、经营风险、国家持股、法人持股和管理层持股这 11 个代理变量对上市公司资本结构的影响。实证结果表明，从总体来看，对发达国家企业资本结构造成重要影响的因素，如企业的盈利、规模、有形资产和非债务税盾，也是影响中国上市公司资产负债率的重要原因；但也存在一些解释变量，如税收、成长机会和经营风险，对中国上市公司资本结构的影响方式与发达

国家的情况不尽相同；还有一些解释变量，如国家持股、法人持股和管理层持股，对中国上市公司资本结构的影响还难以判断，需要进一步的研究。

在总结资本结构理论的相关优化思想后，本文建立了一个基于新制度经济学的资本结构治理模型来解释我国企业资本结构高负债和内部人控制并存的现象。在对各种财务目标进行分析和比较后指出，我国企业资本结构优化应以企业价值最大化为目标，以权益资本收益率和资本成本两种方法共同来判定最优资本结构，并根据企业的具体情况分类选择其优化模式，而且现阶段要根本实现我国企业资本结构的优化应以存量优化模式为主。针对我国经济转轨时期企业资本结构优化的途径，本文提出必须要从企业的内源融资和外源融资两个方面入手来改善企业的资本结构。

本论文的创新点主要有：

第一，对有关资本结构研究的文献进行了较系统的梳理，并按资本结构理论研究发展的脉络将资本结构研究划分为古典资本结构理论、现代资本结构理论、新资本结构理论和后资本结构理论四个阶段。将国外资本结构研究领域的一些最新成果较系统地介绍到国内来，同时对资本结构研究领域的一些重要模型进行了较为全面的剖析。

第二，采用横截面数据运用面板数据分析方法进行回归分析，从时间、行业和地区三个层面对中国上市公司的资本结构进行了较细致的研究，经实证研究发现，一些与国外研究不同的现象，如税收、成长机会和经营风险这三个因素对中国上市公司资本结构的影响方式与发达国家的情况并不相同；一些解释变量，如国家持股、法人持股和管理层持股，对中国上市公司资本结构的影响还难以判断。

第三，论文应用不完全合约理论的方法，并结合国有企业改革的实际情况，建立了一个适合我国国情的资本结构治理模型，并证明在资本结构中选用一定规模的债务，就可以帮助企业的投资者做出最优的选择。

第四，提出富有建设性的对策观点，即要从企业的内源融资和外源融资两个方面入手优化企业的资本结构。企业内源融资的改善可通过构建合理的股权结构、完善的治理结构、有效的激励机制和规范的信息披露来提高公司治理水平并提升企业的绩效和内源融资能力。企业外源融资的改善则有待于深化银行体系改革，提高企业融资效率；完善资本市场发展，拓宽企业融资渠道；加强金融监管协同，规范企业融资行为；健全相关法律法规，保护债权人的利益；调整税收制度和政策，形成均衡的负债率共同为企业营造良好的融资环境。

关键词：资本结构理论；中国企业；上市公司；实证检验；资本结构优化

厦门大学博硕士学位论文摘要库

Abstract

Since the birth of MM Theory in 1958, the subject of capital structure has received continuous attention from financial economists who never cease to investigate into its determination and adjustment. Until now, the capital structure theory has not yet provided positive methods determining corporate capital structure which means a big gap between theory and practice, the capital structure still is a puzzle. In the meantime, with the pace of economic globalization and deepening of SOEs reform, the property rights institution, the system to operate and manage along with behaviors to finance in Chinese companies have experienced great changes, among which significant changes have occurred especially in corporate capital structure. Therefore, the following questions are urgent to examine in order to maintain the smooth ongoing of Chinese business reform: Is Chinese corporate capital structure reasonable? What are the determinants of Chinese corporate capital structure? How to make capital structure policies increase corporate value? These are also the hot issues requiring further consideration.

This paper attempts to study corporate capital structure with the range of economic transition in China and aims to find out the fundamental reasons restraining Chinese enterprises to choose capital structure and point out countermeasures to optimize Chinese corporate capital structure, so as to provide theoretical basis for businesses to optimize capital structure, establish optimized property rights structure and improve corporate governance.

In this paper, theories of capital structure are categorized into four stages: classical capital structure theory, modern capital structure theory, new capital structure theory and post capital structure theory according to the development of their presumptions. To combine the ideas in the mainstream of new and post capital structure theories, i.e. trade-off theory, information asymmetry theory (signaling theory, agent cost theory, pecking order theory), corporate governance theory (corporate control theory and imperfect contract theory), industrial organization theory and risk management theory, the key factors influencing corporate capital structure can be reduced to: tax, non-debt tax shields, bankruptcy cost, profitability, size, tangible assets, volatility, growth opportunities and equity structure.

Next, the evolution and current situation of Chinese corporate capital structure is examined from three dimensions: historic, practical and international dimensions. A

preliminary understanding of its imbalance is concluded after an international comparison, primary causes with respect to optimizing the capital structure in Chinese enterprises are reached under the specific institutional environment during the transition period. Then a further empirical study is made which exploring the determinants of capital structure and the temporal, industrial and regional differences, thus to gain a general view on the imbalance. From a successive research on the capital structure of all listed companies in Chinese domestic stock market from 1995, effects of proxy variables including profitability, size, tangible asset, tax, non-debt tax shields, growth opportunities, volatility, state shareholding, institutional shareholding and management shareholding are especially looked into. The results show that, in general those factors exerting important influences on corporate capital structure in developed countries such as profitability, size, tangible capital and non-debt tax shields are also key reasons affecting the debt ration of Chinese listed companies; however, the effects of some independent variables like taxation, growth opportunities and volatility are fairly different between China and developed countries; and the effects of some other independent variables as state shareholding, institutional shareholding and management shareholding are hard to determine.

After a summary of theories related to capital structure optimization, a governance model based on new institutional economics is established to address the coexistence of high debt ratio and insider control. It points out that to optimize Chinese corporate capital structure, we should set the goal of maximizing corporate value on the foundation of various financial objectives, then utilize equity-debt ratio and capital cost to determine an optimal capital structure and choose an optimal mode in accordance with the company's specific situations, among which the mode of capital stock optimization should be focused on currently. To optimize corporate capital structure during the economic transition in China, internal financing and external financing can be turned to.

This paper is innovative in the following aspects:

First, it reviews systematically literature on capital structure study and categorizes capital structure theories into four stages: classical capital structure theory, modern capital structure theory, new capital structure theory and post capital structure theory. It introduces the most up-to-date achievements in capital structure study to China and analyzes comprehensively some important models in this area.

Second, it makes a regression analysis by using cross-section data and panel data.

Three levels of the capital structure of Chinese listed companies are addressed: time, trade and region. Results show that some phenomena different from the study in foreign countries such as the way that taxation, growth opportunities and operational risks affect the capital structure of Chinese listed companies is not the same as that of developed countries; the influences of some independent variables like state shareholding, institutional shareholding and management shareholding are still hard to decide.

Thirdly, this paper establishes a capital structure governance model through applying the Imperfect Contract Theory to the SOEs reform. Moreover, according to this paper, certain scale of debt in the capital structure is helpful for investors to make optimal choice.

Fourthly, this paper also points out suggestive ideas, i.e. to optimize corporate capital structure from two aspects—internal financing and external financing. Corporate internal financing is mainly improved by the increasing of profits. The quality of businesses can only be enhanced by perfect corporate governance, that is, to form reasonable equity structure, perfect governance structure, effective motivating mechanism and regular information disclosure to improve business performance thus the ability to make inside financing. The promotion of external financing calls for a good financing environment which is supported by a series of policies and countermeasures, for instance, to deepen the reform on banking system to improve corporate financing efficiency; to perfect capital market to broaden corporate financing channels; to strengthen financial supervision coordination to regulate financing behavior; to perfect related laws and regulations to protect debtor's interests; to adjust taxation system and policies to form equilibrium debt ratio.

Key words: Capital Structure Theory Chinese Company Listed Company
Empirical Test Capital Structure Optimization

厦门大学博硕士学位论文摘要库

目录

1. 导言	1
1.1 选题背景与研究现状	1
1.1.1 选题背景.....	1
1.1.2 研究现状.....	2
1.1.3 研究意义.....	6
1.2 研究范围及方法	7
1.2.1 研究范围.....	7
1.2.3 研究方法.....	8
1.3 研究思路与研究内容	8
1.3.1 研究思路.....	8
1.3.2 研究内容.....	9
1.4 创新点与不足之处	10
1.4.1 创新点.....	10
1.4.2 不足之处.....	11
2.资本结构理论的文献综述	12
2.1 古典资本结构理论	12
2.1.1 净收益理论.....	12
2.1.2 净营业收益理论.....	12
2.1.3 传统折衷理论.....	13
2.2 现代资本结构理论	14
2.2.1 MM 定理的假设	14
2.2.2 MM 定理 I——无所得税的资本结构无关性	15
2.2.3 MM 定理 II——存在所得税的 MM 定理.....	16
2.3 新资本结构理论	17
2.3.1 资本结构的权衡理论.....	18
2.3.2 资本结构的不对称信息理论.....	28
2.4 后资本结构理论	43

2.4.1	资本结构的公司治理理论.....	43
2.4.2	资本结构的产业组织理论.....	54
2.4.3	资本结构的风险管理理论.....	55
2.5	小结	56
3.	中国企业资本结构的一般分析	58
3.1	中国企业资本结构的历史沿革：形成与演进	58
3.1.1	中国企业资本结构形成的历史.....	58
3.1.2	国有企业融资体制的演进.....	60
3.2	中国企业资本结构的现实考察：现状与特点	66
3.2.1	中国企业资本结构的现状.....	66
3.2.2	我国企业资本结构的特点.....	69
3.3	资本结构的国际视角：发展与比较	70
3.3.1	国外资本结构的发展.....	70
3.3.2	国外融资结构的比较.....	72
3.4	中国企业资本结构的反思：问题与原因	75
3.4.1	中国企业资本结构中存在的问题.....	75
3.4.2	中国企业资本结构失衡的原因.....	78
4.	中国上市公司资本结构的实证研究	80
4.1	中国上市公司资本结构的现状分析	80
4.1.1	中国上市公司资本结构的现状.....	81
4.1.2	中国上市公司资本结构中存在的问题.....	86
4.1.3	中国上市公司资本结构的制度因素分析.....	87
4.2	中国上市公司资本结构决定因素的实证分析	91
4.2.1	资本结构的决定因素.....	91
4.2.2	代理变量.....	95
4.2.3	计量模型.....	96
4.2.4	待检验假设.....	98
4.2.5	数据和描述性统计.....	99
4.2.6	回归结果分析.....	101

4.3	中国上市公司资本结构的行业差异	110
4.3.1	资本结构的行业特征.....	110
4.3.2	中国上市公司行业资本结构的实证研究.....	112
4.4	中国上市公司资本结构的地区差异	114
4.4.1	资本结构的区域特征.....	114
4.4.2	中国上市公司区域资本结构的实证研究.....	115
5.	中国企业资本结构的优化	118
5.1	企业资本结构优化的理论基础	118
5.1.1	古典资本结构理论的优化思想.....	118
5.1.2	现代资本结构理论的优化思想.....	118
5.1.3	新资本结构理论的优化思想.....	118
5.1.4	后资本结构理论的优化思想.....	119
5.2	中国国有企业资本结构优化的治理理论模型	120
5.2.1	模型——不完全合约理论.....	122
5.2.2	合约的实施.....	123
5.2.3	小结.....	126
5.3	中国企业资本结构优化的目标和模式	126
5.3.1	资本结构优化的目标.....	127
5.3.2	中国企业资本结构优化目标的选择.....	130
5.3.3	中国企业资本结构优化目标的判定.....	131
5.3.4	中国企业资本结构优化的模式.....	134
5.4	中国企业资本结构优化的政策建议	134
5.4.1	完善企业的公司治理.....	135
5.4.2	优化企业的融资环境.....	137
6.	研究结论和进一步研究的方向	140
6.1	研究结论	140
6.2	进一步研究的方向	141
	附录.....	143

参考文献	167
致 谢.....	183
博士生期间发表的学术论文、专著	184
博士后期间发表的学术论文、专著	185
个人简历	186

厦门大学博硕士论文摘要库

1. 引言

1.1 选题背景与研究现状

1.1.1 选题背景

自从 1958 年 MM 定理问世以来,资本结构问题就受到了金融经济学家的持续关注。资本结构是如何决定和调整的,它一直困扰理论界。布莱克(Black, 1976)在《股利之谜》中写到:“为什么公司要支付股利?为什么投资者关心股利?……事实上,这些问题的答案都不明确。股利分配越看越像一个画谜,各部分都凑不到一起。”在文章的最后他写到,“个人投资者在其投资组合中究竟应该对股利做什么?我们不知道。公司究竟应该对股利政策做什么?我们不知道。”^①其实股利政策只是资本结构选择行为中的一个环节,即决定剩余现金流量的分配。而资本结构的其他选择行为所要决定的内容远比股利分配丰富得多,也就是说,关于企业资本结构选择存在的困扰要比股利政策更为复杂。迈尔斯(Myers, 1984)在《资本结构之谜》中写到,“我们对资本结构知之甚少。我们不知道企业是怎样选择发行债务、股权和其它复杂证券的。我们只是在近来发现资本结构的变化会向投资者传达信息。但是如果有人去检验企业财务杠杆水平与投资者所需报酬之间的关系是否像 MM 理论所预测的那样的话,也不会得到什么结果。总之,我们对企业的融资行为还没有充分理解,也并不十分清楚这些行为是怎样影响证券报酬的。”^②实际上,资本结构之谜还有很多,如税收对企业资本结构决策到底有何影响,不对称信息条件下企业的资本结构究竟是如何选择的、考虑公司控制权的企业资本结构选择有何变化等等。

企业资本结构理论是公司金融理论和现代企业理论的一个重要组成部分,其主要研究内容是在企业资产负债表右方的负债与权益所有项目的组合和构成关系。现代资本结构理论的研究始于莫迪利安尼和米勒(Modiglianni & Miller, 1958)基于新古典理论的假设,即在没有交易成本、代理成本和税收体制的影响下,对资本成本、投融资和公司价值的关系进行研究,结果发现企业的资本结构是无紧要的。但是,如果考虑到市场摩擦的因素,企业的资本结构就会对经营产生重要的影响。随着新制度经济学、信息经济学、产业组织理论等经济学理论的发展,企业资本结构的选择行为被赋予了更多的经济学意义。如,从信息经济学的角度

^① Black Fischer, “The Dividend Puzzle”, Journal of Portfolio Management, Vol., 2(1976),p.5-8.

^② Myers Stewart C. “The Capital Structure Puzzle”, Journal of Finance, Vol., 39, No., 3(1984), p.147-175.

来看，企业选择资本结构是企业内部信息的传递机制；从契约理论的角度来看，资本结构则是各方投资者利益契约的结果并影响企业治理结构的形成。在这些理论的推动下，以 MM 定理为基石的资本结构理论框架初步形成，并成为了引人瞩目的研究领域。但迄今为止，现有的资本结构理论并没有十分肯定地提供决定企业资本结构的方法，实践观察和理论解释之间还是存在着相当大的距离。企业的资本结构究竟受到哪些因素的影响？企业是否存在最优的资本结构？企业究竟是怎样选择资本结构的？企业应该如何进行资本结构的优化管理？这些都仍是一个个难解之谜。

与此同时，在经济全球化的背景下，中国全面迈向市场经济的改革步伐日益加快。中国的企业改革是以“建立现代企业制度”为导向，以“产权明晰、权责明确、政企分开、管理科学”为特征的。近十几年随着企业改革的不断深化，中国企业的产权制度、经营管理体制和融资行为等都发生了比较大的变化，从而引起企业资本结构出现新的变化。目前，中国企业的资本结构是否合理？影响中国企业资本结构的因素有哪些？怎样才能促使企业的资本结构决策更有助于提高企业的市场价值？这是一个关系到中国企业改革进程继续顺利推进的重要课题，需要理论界的进一步深入研究。鉴于此，本人便以《中国企业资本结构优化研究》做为博士后工作报告的选题，尝试着对这些问题做出回答。

1.1.2 研究现状

目前许多关于资本结构的理论文献和实证文献，都是以发达国家特别是美国的企业为研究对象。国外对资本结构的研究已经从 MM 定理发展到了新、后资本结构理论时期，一些主流学派如权衡理论、不对称信息理论、公司治理理论等都从不同的视角对企业资本结构进行了研究，并得出了一些实证检验的结论。

一是古典资本结构理论。杜兰特（David Durand, 1952）将当时对资本结构的见解划分为三种类型：净收益理论（net income approach）、净营业收益理论（net operating income approach）和介于两者之间的传统折衷理论（traditional theory）。净收益理论认为负债能增加企业的价值，企业应该尽可能多的负债，这却与现实不符。净营业收益理论则认为企业的总市场价值并不受资本结构的影响，无任何实践意义。传统折衷理论认为企业价值取决于所利用资本成本的大小，在企业资本成本最低时对应的资本结构就是最优的资本结构。这三种理论都是建立在经验判断基础上提出的，因而缺乏理论意义，在理论界虽未得到认可和进一步发展研究，却为资本结构理论提供了研究思路。

二是现代资本结构理论。现代资本结构理论以 MM 理论为核心并开创了现代

Degree papers are in the "[Xiamen University Electronic Theses and Dissertations Database](#)". Full texts are available in the following ways:

1. If your library is a CALIS member libraries, please log on <http://etd.calis.edu.cn/> and submit requests online, or consult the interlibrary loan department in your library.
2. For users of non-CALIS member libraries, please mail to etd@xmu.edu.cn for delivery details.

厦门大学博硕士论文摘要库