

学校编码: 10384

分类号 \_\_\_\_\_ 密级 \_\_\_\_\_

学号: 200342050

UDC \_\_\_\_\_

厦 门 大 学

硕 士 学 位 论 文

我国上市公司优化资本结构的调整成本研究

Adjustment Cost to Optimize the Corporate Structure  
of Chinese Listed Companies

沈 沛

指导教师姓名: 陈 荣 奎 副 教 授

专 业 名 称: 金 融 学

论文提交日期: 2006 年 4 月

论文答辩日期: 2006 年 5 月

学位授予日期: 2006 年 月

答辩委员会主席: \_\_\_\_\_

评 阅 人: \_\_\_\_\_

2006 年 4 月

# 厦门大学学位论文原创性声明

兹提交的学位论文，是本人在导师指导下独立完成的研究成果。本人在论文写作中参考的其他个人或集体的研究成果，均在文中以明确方式标明。本人依法享有和承担由此论文产生的权利和责任。

声明人（签名）：

年 月 日

# 厦门大学学位论文著作权使用声明

本人完全了解厦门大学有关保留、使用学位论文的规定。厦门大学有权保留并向国家主管部门或其指定机构送交论文的纸质版和电子版，有权将学位论文用于非赢利目的的少量复制并允许论文进入学校图书馆被查阅，有权将学位论文的内容编入有关数据库进行检索，有权将学位论文的标题和摘要汇编出版。保密的学位论文在解密后适用本规定。

本学位论文属于

- 1、保密（    ），在    年解密后适用本授权书。
- 2、不保密（    ）

（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

厦门大学博硕士学位论文摘要库

## 内 容 摘 要

资本结构问题是现代企业财务管理的核心问题。对此做出系统性和开创性研究的是Modigliani和Miler,在1958年提出了资本成本与资本结构无关的MM定理,在此基础上,包括Modigliani和Miller在内的许多经济学家对此进行了探索,他们先后提出了考虑税收的MM定理、权衡理论、优序融资理论、控制权理论,从不同的角度分析了资本结构的优化问题。

中国的证券市场经过高速发展的初期正在趋向成熟,市场参与者更加理性,价值投资已经成为市场的主流。资本结构作为现代企业财务管理的核心,一方面直接影响企业的治理结构;另一方面也影响到企业的融资成本和市场价值,资本结构变化已经成为衡量企业价值的最综合的指标。因此,研究我国上市公司优化资本结构的调整成本问题,通过资本结构的优化来提高企业价值,无论对当前的股权分置改革,还是促进我国资本市场和国民经济的健康持续发展,都具有重大的理论与实践意义。

本文正文共分为四章,第一章对资本结构理论的发展作了系统的回顾;第二章研究了我国上市公司资本结构的主要特点;第三章以1997年1月1日以前上市的515家上市公司作为研究对象,对它们的主要财务数据的实证研究表明,我国上市公司资本结构的优化速度是十分缓慢的,证实了存在着巨大的调整成本;第四章结合我国上市公司资本结构的特点,以及我国资本市场的发展过程,深入分析了形成调整成本的主要因素,最后从主要利益相关人的角度提出,政府应当从宏观金融环境入手,完善资本市场以及相关的法律法规,上市公司应当强化自身经营能力,逐步降低其优化资本结构的调整成本。

**关键词:** 资本结构; 调整速度; 调整成本

厦门大学博硕士学位论文摘要库

## ABSTRACT

Capital structure is the core approach of modern corporate financial management theory. The first systematic and fundamental research is did by Modigliani and Miler, they bring out with the famous MM theorem in 1958. Which says capital structure doesn't affect enterprise market value and average capital cost in a condition of perfect market. After that, several economists including Modigliani and Miler themselves put this theory forward with the MM theorem with the consideration of tax, the trade-off theory, the pecking order theory, market for corporate control, these analyses throw lights on the problem from different aspect.

After years of expedition, the capital market of China now is heading for a mature stage and the participants become more sensible. Value investment is the main stream. The capital structure, as the core of modern corporate financial management, will impact on the corporate governess as well as the capital cost and enterprise market value. The change of capital structure has become most synthesis indicator of enterprise value. So the theme of optimize the capital structure and the adjustment cost, elevate the enterprise value through optimize the capital structure of it, is theoretically and practically significant to the innovation of different controlling shareholder, and to the promotion of robust and rapid develop of capital market even growth.

This paper is arranged in four chapters.

Chapter 1: The survey of the capital structure theory.

Chapter 2: Analyzes the feature of enterprise capital structure in China.

Chapter 3: Section of empirical research, we use the data of 515 public enterprises, the regression on their financial data reviews that capital structure optimize in China is slow with the large adjustment cost.

Chapter 4: Analyzed the source of adjustment cost considering the feature of enterprise in our country and the develop process of capital market. Then give suggestions from the view of stakeholders, that government should improve the micro financial environment. The enterprises should enhance their operation ability and reduce the adjust cost of capital structure optimize.

**Key Words:** capital structure; adjustment speed; adjustment cost

厦门大学博硕士学位论文摘要库



# 目 录

第一章 资本结构理论综述 .....	1
第一节 传统资本结构理论 .....	1
第二节 现代资本结构理论 .....	2
第三节 我国资本结构理论研究的回顾及评述 .....	10
第二章 我国上市公司资本结构的特征 .....	14
第一节 资本结构 .....	14
第二节 融资结构 .....	16
第三章 我国上市公司资本结构的实证研究 .....	19
第一节 相关实证研究的简要回顾 .....	19
第二节 目标资本结构与调整速度 .....	20
第四章 我国上市公司资本结构优化的调整成本分析 .....	34
第一节 特有的融资体制 .....	34
第二节 债务容量 .....	36
第三节 管理者的素质 .....	39
第四节 股权结构 .....	41
第五节 降低上市公司调整成本的措施 .....	43
参考文献 .....	50
后 记 .....	53

厦门大学博硕士学位论文摘要库

# CONTENTS

<b>Chapter 1: Review of capital structure theories .....</b>	<b>1</b>
Section 1 Traditional capital structure theory .....	1
Section 2 Modern capital structure theory .....	2
Section 3 Review and comment on capital structure's research in China .....	10
<b>Chapter 2: Characteristics of Chinese listed companies' capital structure .....</b>	<b>14</b>
Section 1 Capital structure .....	14
Section 2 Financing structure.....	16
<b>Chapter 3: Empirical analysis of Chinese listed companies' capital structure .....</b>	<b>19</b>
Section 1 Brief review of relevant empirical research.....	19
Section 2 Target capital structure and adjustment speed .....	20
<b>Chapter 4: Analysis to adjustment cost of Chinese listed companies' capital structure.....</b>	<b>34</b>
Section 1 Special financing system.....	34
Section 2 Debt capacity .....	36
Section 3 Attribute of managers .....	39
Section 4 Ownership structure .....	41
Section 5 Suggestions on reducing adjustment cost of Chinese listed companies	43
<b>References .....</b>	<b>50</b>
<b>Postscript .....</b>	<b>53</b>

厦门大学博硕士学位论文摘要库

## 第一章 资本结构理论综述

企业如何为他们的投资计划进行融资？企业又如何衡量他们的融资行为是否合理？哪些因素影响着企业的融资选择？融资方式的选择对企业本身、以至于对整个宏观经济又会产生怎样的影响呢？这些问题不仅十分重要，而且极其复杂。半个世纪前，Weston（1955）甚至怀疑是否存在上述问题的合理解释。

这些问题最终归结为对企业资本结构的研究。经过半个多世纪的研究，学者们先后提出了许多理论，对资本结构理论研究大致可以分为两个阶段：前一阶段为传统的资本结构理论时期，后一阶段为现代资本结构理论时期。现代资本结构理论的发展过程中，美国学者莫迪利安尼（Modigliani）和米勒（Miller）是现代资本结构理论的开创者。之后许多学者沿着他们的理论思路，在逐步释放 MM 定理的诸多假设条件的基础上，于 20 世纪 70 年代归结于权衡理论（Trade-off Theory）。随着信息经济学的发展，特别是信息不对称理论的引入，为分析和解释资本结构提供了新的视角，形成了优序融资理论（The Pecking Order Theory）。到了 20 世纪 80 年代中期，也许是信息不对称方法已经达到了收益递减的转折点，为了巩固资本结构理论各学派已经取得的成果，又能够突破信息不对称理论框架的束缚，公司控制权市场理论应运而生。

### 第一节 传统资本结构理论

财务杠杆与资本成本对企业价值的影响构成了资本结构研究的核心。1952 年，美国学者大卫·杜兰特（David. Durand）在其《公司债务和权益成本计量方法的发展和问题》的论文中，将传统资本结构理论划分为三种：净收益理论、净经营收益理论、和介于两者之间的折中理论。

#### 一、净收益理论（NI）

净收益理论认为，负债可以降低企业的资本成本，负债程度越高，企业的价值越大。其隐含的假设是企业的债务成本和权益成本不受财务杠杆的影响。因此，只要负债成本低于权益成本，负债越多，企业的加权平均资本成本就越低，企业

的价值就越大。当负债融资的比率达到 100% 时,企业的加权平均资本成本最低,企业价值最大。

## 二、净经营收益理论(NOI)

净经营收益理论认为,不论财务杠杆如何变化,企业加权平均资本成本都是固定的,因而企业的总价值也是固定不变的。这是因为企业利用债务融资时,即使债务成本保持不变,但由于加大了权益的风险,使得权益成本上升,加权平均资本成本仍将维持不变。因此,资本结构与企业价值无关,决定企业价值的应是其营业收入。由此推知,不存在最佳资本结构,筹资决策不影响企业价值。

上述,净收益理论和净经营收益理论得出了企业资本结构的两个最极端的状态。

## 三、折中理论

折中理论是一种介于净收益理论和净经营收益理论之间的理论。折中理论认为,企业利用财务杠杆尽管会导致权益成本的上升,但在一定程度内却不会完全抵消利用低成本的债务所获得的好处,因此会使加权平均资本成本下降,企业总价值上升。但是,当利用债务融资超过一定的限度时,权益成本的上升将超过债务成本的好处,企业的加权平均资本成本上升,企业价值开始回落。在相应的转折点的债务比率就是企业的最佳资本结构。

相对于净收益理论和净经营收益理论,折中理论更为合理地描述了财务杠杆与企业价值的关系。但这三种理论所做出的逻辑判断都缺乏实证检验。在资本结构理论的发展中,它们只是一些朴素的理论。

## 第二节 现代资本结构理论

现代资本结构理论发端于莫迪利安尼(Modigliani)和米勒(Miller)的资本结构不相关定理。他们在 1958 年建立了具有划时代意义的 MM 模型,成功引入了数学工具进行了严密的论证,创建了现代资本结构理论。

### 一、MM 理论

一般认为,MM 理论是一个统称,包括莫迪利安尼和米勒发表的关于资本结

构的一系列重要文章。分别是：《资本成本、公司财务和投资理论》(Modigliani and Miller, 1958) 提出了无税模型,《公司所得税及资本成本：一个修正》(Modigliani and Miller, 1963) 提出了有税模型, 和《负债和税收》(Miller, 1977) 一文中提出了米勒模型。<sup>[1]</sup>

MM 理论首先假设公司具有一个特定的预期现金流。当该公司融资时, 选择了某一特定比率的债务和权益资本, 预期的现金流将被分配给不同的投资者。并假设投资者和公司都能够以相同的条件进入金融市场进行融资, 也就是允许投资者使用财务杠杆。投资者可以根据需要选择是否使用债务融资。因此, 公司的财务杠杆比率并不影响公司的市场价值。

无税模型推导的理论基础是套利行为。该模型假设不存在市场摩擦, 即市场充分有效, 不考虑交易费用、税收, 资本结构与股利政策无关等。投资者可以通过套利保持公司的价值, 从而得出了公司价值与资本结构无关的结论。

有税模型和米勒模型都是以存在多重均衡为理论基础。有税模型认为, 多重均衡条件约束了公司从金融市场中筹集权益资本与债务资本的总量, 但模型中并没有说明总投资是如何在债务与权益之间分配的。米勒模型引入了公司所得税和个人所得税, 在此条件下考虑经济总体的杠杆比率, 由于不同的公司将采用不同的债务比率, 导致存在多重均衡。这两类模型的结论具有相似性, 都认为负债越高越好。

MM 理论成功地运用数学模型, 揭示了资本结构与债务比率的关系。但是 MM 理论建立在一系列严格的假设条件之上。因此, 这些假设条件限制了 MM 理论的运用。其主要局限在于: (1) 假设公司债务和个人债务可以相互替代; (2) 假定没有交易费用; (3) 假定公司的息税前利润具有稳定性; (4) 假定个人与公司能够以同等条件借款。此外, MM 理论的检验也十分困难。由于债务融资额和公司价值可能都是外生变量, 同时还受到利润、担保、成长机会等因素的影响, 通过构建债务比率与公司价值的关系的模型不能用来检验该理论。事实上, 许多关于债务比率与公司价值关系的可靠的经验证据并不支持 MM 理论。

## 二、权衡理论 (Trade-Off Theory)

对 MM 定理的讨论引出了权衡理论。当公司所得税被引入到 MM 不相关定理 (Modigliani and Miller, 1963), 就产生了债务税盾的收益。在公司的目标函

数为线性的假设下，并且没有债务带来的抵销成本，这就意味着公司应当采用100%的债务融资。为了避免这种极端的预测，必须寻找债务带来的抵销成本。破产因素成为显然的备选因素。<sup>[41]</sup>Kraus 和 Litzenberger (1973) 提出了经典的理论论述：最优的杠杆比例是对债务税盾收益与破产成本的权衡中得出的。权衡理论被用来定义这样一系列相关的理论。在这些理论中，公司的决策者评估不同的财务杠杆所带来的收益与成本。权衡理论通常都假设存在一个使边际成本等于边际收益的内部解。<sup>[39]</sup>

梅耶斯 (Myers, 1984) 认为，一个遵循权衡理论的公司存在一个目标债务比率，并有靠近目标的趋势。债务目标则是权衡了债务税盾收益与破产成本得出的。<sup>[40]</sup>可以看出梅耶斯的定义分为相对独立的两部分，第一部分通常称之为静态权衡理论，第二部分称之为向目标结构的调整行为。

### 1、静态权衡理论

布拉德利等 (Bradley et al., 1984) 的论文给出了静态权衡理论的标准版本。<sup>[41]</sup>其主要假设为：投资者是风险中性，投资者投资于能够带来较高税后收益的证券品种；在期末，来自债券的收益需按照累进税率交纳所得税，红利和资本收益则按照单一税率交税；在期末，公司按照常边际税率交纳所得税。利息和资本支出允许税前扣除，但投资者在收到这些支付时要交纳所得税。非债务税盾存在，但他们不能被公司用来套利。当公司不能做出偿付债务的承诺时，将会产生财务困境成本。

表 1—1：在不同的收入水平上股东与债权人的回报

总收入	收入水平	债权人回报	股东回报	税收	损失
X	$X < 0$	0	0	0	0
X	$0 < X < B$	$X(1-k)$	0	0	$kX$
X	$B < X < B+D/T_c$	B	$X-B$	0	0
X	$X > B+D/T_c$	B	$X-B - T_c(X-B) + D$	$T_c(X-B) - D$	0

表 1—1 列出了在不同的收入水平上股东与债权人的回报。各符号含义规定为： $T_c$ ——公司的所得税税率， $T_{pb}$ ——投资者债券收益的边际累进所得税税率， $T_{ps}$ ——投资者股权收入的所得税率， $X$ ——债务和税收支付前收入， $k$ ——发生债



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](mailto:etd@xmu.edu.cn) for delivery details.

厦门大学博硕士论文摘要库