



基于影响因素视角的上市公司融资决策实证研究

葛永波 刘子龙

摘要:近 60 年来,企业资本结构与融资决策理论不断发展,其中融资权衡理论和啄食顺序理论堪称最具影响力的两种理论,但二者分析问题的思路与结论有所不同。对融资行为及其影响因素的综合分析可为不同融资理论提供实证支持或否定佐证,进而发现公司融资偏好与资本结构选择的内在规律,并可能对一直被认为是相互对立的权衡理论和啄食顺序理论作出一个基于实证支持的共生性评估。

关键词:影响因素;融资结构;啄食顺序理论;融资权衡理论

自 20 世纪 50 年代以来,理论界对企业资本结构与融资决策的研究日渐广泛、深入,涌现出许多令人关注的理论或假说,如 MM 理论、融资权衡理论、啄食顺序理论(又称新融资优序理论)、代理理论、信号传递理论、控制权理论、市场择机假说等,其中融资权衡理论(Static Trade-off Theory)和啄食顺序理论(Pecking Order Theory)堪称最具影响力的两种理论。前者在继承 MM 理论的基础上,通过对破产与财务困境成本、代理成本、非负债税盾效应等一系列影响因素的分析,指出债务融资的边际税盾效应与边际综合附加成本相对应的均衡点形成了企业最优资本结构,企业融资行为决策就是向目标资本结构逐渐调整的过程;啄食顺序理论是由 Myers 和 Majhif(1984)提出的,他们认为企业内部管理者(现有股东的利益代表)与外部投资者之间存在信息不对称,导致外部融资存在额外成本。因此,企业融资决策时表现出明显的偏好顺序:首先考虑内源融资,其次选择风险较低的银行借款或债券融资,上述融资渠道不能满足需求时才考虑外部股权融资。

一、资本结构选择的影响因素

依据理论的形成思路与分析脉络,可以通过结果与影响因素之间的关系检验理论存在的合理性。换言之,通过对融资行为影响因素的综合分析可为不同融资理论提供实证支持或否定佐证。本研究以啄食顺序理论和权衡理论的基本判定思路与分析框架为基础,通过对我国上市公司资本结构选择的影响因素进行实证分析,考察公司融资决策行为以及结果与两种理论之间的吻合度。借鉴前人的研究成果,笔者选取公司盈利能力、成长性、流动性、公司规模、股价增长水平、税盾效应以及非负债税盾等 7 个因素作为公司融资行为与资本结构选择的影响变量。

(一)盈利能力

盈利能力是指企业进行生产经营获取利润的能力。盈利能力直接决定企业可留存收益数额的多少及其水平的高低。按照融资啄食理论的基本思想,企业具有明显的内源融资偏好,若盈利能力强,就会有更多的内部资金可供使用,即充足的内部资源可以较好地

满足企业的融资偏好。可见,盈利能力应与内源融资行为的发生概率正相关,而与外源融资负相关。

融资权衡理论强调股权与债权融资成本的权衡。盈利能力强意味着公司具有较强的市场竞争力,财务状况稳健,可持续发展能力强。与此相适应,公司陷入财务困境甚至破产的可能性较低,负债融资的边际附加成本处于较低水平,企业应具有较高的最优负债结构,债务融资行为的发生概率较高,即盈利能力与负债融资方式正相关,而与股权融资行为负相关。

(二)流动性

流动性反映了公司流动资产在总资产所占的比例高低。按照融资啄食理论,由于外部融资成本较高,投资于流动性资产可以视为减少外部融资依赖性而采取的一种经济手段。公司的流动性越高,财务更为宽松,公司的内源融资空间就越大,对外部融资的依赖性就越小。因此,如同盈利水平一样,公司流动性应与内源融资正相关。

从融资权衡理论的角度考虑,流动性越高的公司,财务困境与破产成本越低,债务融资比股权融资更具优势。

(三)成长性

成长性指公司增长潜力,该指标是衡量公司发展速度的重要标准,主要目的是考察企业在一定时期内的经营发展状况,多采用总资产增长率或主营业务增长率来衡量。从啄食顺序理论的角度考虑,成长性较高的企业往往尚处于发展初期或创业阶段,自身的很多优势(如技术领先及管理高效等)与发展潜力尚未被外界全面认可或熟知,但内部管理者掌握企业自身的快速发展趋势与高收益潜质。可见,成长性较高的企业较易产生内部人与外部投资者之间的信息不对称现象,外部融资额外成本较高。企业经营管理者从现有股东的利益出发,往往更倾向于充分挖掘与利用内部资金,导致成长性与内源融资正相关。

融资权衡理论分析的重点是债务融资与股权融资的比较。按照该理论,高成长性的企业生产与管理技术较为先进,产品销售额与市场占有率不断提高,较低的财务困境成本和破产成本保证公司负债融资较为容易且成本较低,公司更倾向于利用债务融资而不是股权融资。

(四)企业规模

啄食顺序理论分析问题的出发点是信息的非对称性。基于该理论的分析思路,规模大的企业社会影响力大,更为广大投资者所关注、熟知,并且经营管理与信息披露制度更加规范、严格,使外部投资者与企业之间存在的信息不对称程度大为减弱,企业进行外部融资时投资者要求的“额外风险报酬”减少,融资成本降低。按照这种逻辑,企业规模越大,进行外部融资的可能性越大。换言之,企业规模与外部融资行为正相关,与内源融资负相关。

从融资权衡理论的角度看,公司规模大,其生产经营与财务运营相对于规模较小的企业更为稳健,且易采取多元化经营规避风险,因而相同的负债水平下财务困境成本或破产成本较低(Titman and Wessels, 1988),公司应具有更高水平的最优负债比率。因此,公司规模与负债融资行为的发生概率正相关,与股权融资行为的发生概率负相关。

(五)股价增长率

啄食顺序理论认为,由于存在信息不对称,公司的股票价格常常被投资者低估或高估。若股票价格被低估,公司往往会取消或推迟外部股权发行。相反,如果股票价格被高估,公司则倾向于对外发行新股募集资金。可见,如果前期股票价格上涨幅度较大,企业采取外部股权融资行为的概率就较大,即上期股价增长率与外部股权融资正相关,与内源融资和负债融资负相关。

从融资权衡理论的角度考虑,如果公司股票价格上涨,其所有者权益的市场价值就会随着上升。由于存在较为稳定的最优资产负债比率,公司理性的选择应是相应地增加债务融资数量或者减少股权融资份额,即股价增长率与负债融资行为正相关。

(六)税盾效应

负债税盾是融资权衡理论所涉及到的重要概念,意指企业负债会产生税收抵扣效应(负债利息成本

在税前支付),从而可以通过增加负债水平提升企业价值。公司资产负债比率或者利息支付比率越低,增加对外负债可获得的税前抵扣收益越明显,公司利用债务手段进行融资的动机越强烈。基于此,公司负债水平与债务融资行为的发生概率负相关,而与内源融资或股权融资的发生概率正相关。

(七)非负债税盾效应

非负债税盾也是融资权衡理论所涉及到的一个重要影响因素,指折旧、投资税优惠以及损失结转等非负债类因素,也会像债务利息一样具有抵税效应,可以替代负债的免税作用。Ross(1985)指出,当非负债税盾增加时,企业利息税的节省将减少。按照融资权衡理论,折旧率或投资税减免水平越高,非负债税盾效应越强,公司通过外部债务融资获取税收抵扣效应的激励就越低。可见,非负债税盾效应与债务融资行为的发生概率负相关,与股权融资行为的发生概率存在正向相关性。

二、融资方式及影响因素的描述性统计

(一)融资方式界定

综合已有的研究思路(如 Haan and Hinloopen, 2003^①、葛永波和姜旭朝, 2008^②),对各种融资方式界定如下:(1)就内源融资而言,从未分配利润和持有现金流量的角度进行考察分析:若公司当年留存收益占可供分配利润之比超过 50%,或者年末未分配利润超过总资产的 5%,或者公司流动性资产中的现金流量超过总资产的 5%,界定为公司进行了内源融资。(2)如果公司资产负债表中的借款项目(短期借款、长期借款、一年内到期的长期借款以及长期非银行负债之和)与上年度相比有明显增长,增长幅度超过总资产的 5%,界定为公司进行了借款融资。(3)如果公司当年新增债券或股票发行,则分别统计为公司进行了债券融资或股票融资。(4)未达到上述界定标准的样本公司视为本年度未采取任何融资行为。另外,考虑到送红股的本质是将公司盈余留在本企业,因此若公司当年采用了该利润分配方式,则将其计入内源融资范畴。

(二)融资方式及影响因素的描述性统计

本文以 2001—2009 年度在我国深沪两市挂牌交易的上市公司为研究样本。按研究的需要及一般性统计分析要求,对研究样本进行了以下处理:(1)剔除了各年度新上市和退市的样本公司。(2)剔除了 ST 和 *ST 以及 PT 类公司,这类公司的生产经营出现了异常。(3)剔除了既发行 A 股又发行 B 股的公司。(4)为避免异动指标给研究带来的非正常影响,剔除了主营业务变化较大、Q 值偏离正常值(大于 50)以及数据缺失的公司数据。(5)按照通常的处理原则,剔除了金融、保险类公司。

依据上述选择与处理标准,本研究最终选取 2001—2009 年的上市公司样本分别为 688 家、802 家、901 家、1015 家、1175 家、1272 家、1159 家、1152 家和 1098 家,样本数据共计 9262 个。各年度公司的融资方式及其比例参见表 1。本研究采用的数据来源包括万得数据库(Wind)、巨潮资讯网(<http://www.cninfo.com.cn>)的年报数据等。

为了使研究结果更加清晰、分析更具针对性,将各年度同时采取两种及以上融资方式的样本公司从统计数据中剔除,修正后所得结果参见表 2。

统计结果显示,采用内源融资的公司数量占总样本的比例在各个年度都保持在 80%以上(去除无融行为的公司样本后,该比例基本保持在 90%以上),与外源融资相比居明显的主导性地位;在外源融资方式中,借款融资比例远远高于发行股票的融资比例。上述结果在相当程度上表明上市公司的融资行为具有较为明显的内源融资偏好,其次是借款融资。

根据研究的需要,将无融资行为的上市公司从统计结果中剔除。之后对剩余各类样本数据依据影响因素的不同进行均值统计(T-1 年均值)。在各影响因素中,以资产收益率(收益与总资产之比)作为盈利能力的测度指标,以流动资产占总资产的比率作为公司流动性的测度指标,以主营业务收入增长率

①Leo de Haan, Jeroen Hinloopen. "Preference Hierarchies for Internal Finance, Bank Loans, Bond, and Share Issues: Evidence for Dutch Firms", *Journal of Empirical Finance*, 2003, 10(5), pp. 661~681

②葛永波、姜旭朝:《企业融资行为及其影响因素研究》,载《金融研究》2008 年第 5 期。

作为公司成长性的测度指标,以总资产(取自然对数)衡量企业规模,以公司上年度股价增长水平衡量股价变动性,以资产负债率指标衡量企业税盾效应,以折旧比率(折旧与总资产之比)衡量非负债税盾效应。统计结果如表 3 所示。

表 1 各种融资方式的年度公司数量与比例

年份	内源融资家数/样本数	比例(%)	外源融资家数/样本数				比例(%)
			汇总	借款	股票发行	债券发行	
2001	627/688	91.13	302/688	286/688	16/688	0/708	43.89
2002	723/802	90.15	309/802	281/802	21/802	7/802	38.53
2003	846/901	93.90	384/901	342/901	27/901	15/901	42.62
2004	941/1015	92.71	410/1015	371/1015	22/1015	17/1015	40.39
2005	1066/1175	90.72	375/1175	346/1175	24/1175	5/1175	31.91
2006	1159/1272	91.12	601/1272	409/1272	173/1272	19/1272	47.25
2007	1083/1159	93.44	561/1159	379/1159	147/1159	35/1159	48.40
2008	1070/1152	92.88	514/1152	365/1152	97/1152	52/1152	44.62
2009	872/1098	79.42	525/1098	354/1098	73/1098	98/1098	47.81

资料来源:根据万得(Wind)数据库、巨潮资讯网(<http://www.cninfo.com.cn>)的公司年报等资料计算整理。

表 2 各种融资方式的年度公司数量与比例(修正后)

年份	内源融资家数/样本数		外源融资家数/样本数								无融资行为家数/样本数	
	数量比	比例(%)	汇总	比例(%)	借款	比例(%)	股票发行	比例(%)	债券发行	比例(%)	数量比	比例(%)
2001	350/411	85.16	30/411	7.3	19/411	4.62	11/411	2.68	0/411	0.00	31/411	7.54
2002	442/525	84.10	30/525	5.71	17/525	3.24	13/525	2.48	0/525	0.00	53/525	10.1
2003	491/546	89.93	20/546	3.66	10/546	1.83	10/546	1.83	0/546	0.00	35/546	6.41
2004	561/635	88.35	19/635	2.99	12/635	1.89	7/635	1.1	0/635	0.00	53/635	8.35
2005	726/835	86.95	28/835	3.35	19/835	2.28	8/835	0.96	1/835	0.12	81/835	9.7
2006	661/768	86.07	39/768	5.08	29/768	3.78	10/768	1.30	0/768	0.00	68/768	8.85
2007	618/693	89.18	21/693	3.03	13/693	1.88	7/693	1.01	1/693	0.14	54/693	7.79
2008	646/723	89.35	19/723	2.63	18/723	2.49	1/723	0.14	0/723	0.00	58/723	8.02
2009	515/742	69.41	79/742	10.65	68/742	9.16	2/742	0.27	9/742	1.21	148/742	19.95

资料来源:同表 1

表 3 各种融资方式依据影响因素指标进行的均值统计

影响因素指标	内源融资	负债融资	股权融资	衡量指标
上年度资产收益率	5.84%	0.44%	0.08%	盈利能力
上年度流动资产与总资产比率	53.85%	48.15%	49.46%	流动性
上年度主营业务收入增长率	20.79%	28.25%	1.82%	成长性
上年度总资产的自然对数	13.04	13.34	13.02	企业规模
上年度股价增长率	16.51%	18.78%	-2.33%	股价变动性
上年度资产负债率	42.3%	60.4%	54.18%	税盾效应
上年度折旧比率	12.67%	11.78%	12.11%	非负债税盾效应

资料来源:同表 1

对表 3 的统计结果进行初步考察,可以看到,(1)采用内源融资方式的公司具有较高的平均资产收益率,负债融资方式次之,似乎体现出盈利能力强的企业倾向于内源融资,其次是负债融资。(2)流动性

方面,采用内源融资方式的公司平均而言具有较高的流动性。从外源融资上看,股权融资与负债融资公司的流动性差异不明显。(3)成长性方面,负债融资方式的公司成长性均值较高,其次是内源融资。(4)就企业规模而言,不同融资方式的公司存在的差异较小。(5)负债融资和内源融资样本的上年度平均股价增长率较高,且二者差距不大。(6)税盾效应方面,采用负债融资的公司平均资产负债率较高,其次是股权融资方式。(7)以折旧比率衡量的非负债税盾效应方面,结果显示融资方式不同的公司该项指标差异较小。

三、实证检验结果与分析

借助 Eviews 统计软件,采用多元 logit 回归模型对我国上市公司融资行为的影响因素进行回归分析,结果参见表 4。由 z-Statistic 统计量检验值的结果可以看到,本文所选定的解释变量可以较好地解释我国上市公司融资行为选择问题。

表 4 影响因素的多元 Logit 回归结果

以选择负债融资为参照类别(圆括号内 z-Statistic 统计量检验值)		
影响因素指标	内源融资	股权融资
资产收益率 _{t-1} (盈利能力)	74.643 (13.757***)	-61.082 (-8.223***)
流动资产与总资产比率 _{t-1} (流动性)	11.887 (14.995***)	3.044 (2.723***)
主营业务收入增长率 _{t-1} (成长性)	0.105 (3.362***)	0.061 (0.441)
总资产的自然对数 _{t-1} (企业规模)	0.488 (8.586***)	-3.626 (-7.178***)
股价增长率 _{t-1} (股价变动性)	0.829 (6.766**)	0.950 (4.059***)
资产负债率 _{t-1} (税盾效应)	-22.099 (-16.503***)	-10.648 (-6.233***)
折旧比率 _{t-1} (非负债税盾效应)	116.016 (13.169***)	18.490 (6.571***)
Log likelihood	-384.825	-108.481
McFadden R-squared	0.72	0.61

注：*，**和*** 分别表示在 10%、5%和 1%的显著水平下通过双侧检验。

1. 公司盈利能力与内源融资行为的发生比成正相关;换言之,盈利能力较强的上市公司,具有较为充足的内部盈余资金。在选择融资方式时,首选内源融资而非外源融资,该结果较好地支持了融资啄食顺序理论;从股权融资与债务融资比较结果看,盈利能力与进行股权融资的发生比成负相关,盈利能力较强的上市公司,在面临外源融资选择时,首先选择债务融资而非股权融资,这与权衡理论的分析结论相吻合,当然与啄食顺序理论想想也并不冲突。

可见,从盈利能力实证分析的角度,两种理论同时具有解释力。国外许多学者的实证研究也得出了类似的结论。

2. 流动性方面,从内源融资与债务融资的比较结果看,流动性指标与内源融资成正相关,即流动性较强的公司进行内源融资的概率较大,该结果支持融资啄食顺序理论;从股权融资与债务融资的比较结果看,流动性较强的公司在外部融资选择时更倾向于股权融资,结果并未支持权衡理论的思想。该理论认为流动性高的公司具有较高的最优资产负债比,更高的债务融资发生概率在理论上更为合理。结合我国上市公司的市场准入与股权融资制度分析,可能是监管机构对公司外部股权融资的流动性要求较高,较大程度上导致上市公司的股权融资与流动性之间的正向相关性。

3. 衡量公司成长性水平的主营业务收入增长率与内源融资行为的发生概率成正相关。也就是说,高成长性的公司采用内源融资行为的可能性较大,结果与啄食顺序理论的观点相一致;就债务融资与股权融资的比较而言,实证结果在 10%的显著水平下未通过检验,即难以确定支持或否定融资权衡理论的实证结论。

4. 企业规模与内源融资的发生概率成正相关(虽然系数值较小),与负债融资的发生比成负相关,即企业规模越大,公司越倾向于内源融资,这与啄食顺序理论存在差异。按照该理论,规模大的企业信息更加透明,外部投资者对企业的了解更加充分,内外部信息不对称程度较低,公司更可能进行外部融资。

对此一个可能的解释是,由于监管部门对上市公司采用统一的信息披露制度,且管制较为严格,使企业规模差异与信息不对称程度之间的关系弱化甚至消除;就股权融资与债务融资的比较而言,企业规模与股权融资的发生概率负相关,意味着企业规模越大,公司越易进行债务融资,这与权衡理论相吻合:企业规模越大,运营与财务状况往往更加稳定,陷入财务困境甚至破产的可能性较小,投资者的投资风险相对较低,公司通常具有更高的最优负债结构。当然,该结果与啄食理论也不冲突。

5. 股价变动性方面,上年度股价增长与股权融资发生比成正相关,与负债融资行为成负相关,结果较好地体现了与啄食顺序理论的吻合性,但与融资权衡理论相左:按照前者的思想,当股票价格被市场低估时,公司会尽量避免或推迟通过发行股票进行融资的行为。当公司股票价格增长幅度较大、被市场高估的可能性较高时,则往往倾向于外部股权融资;而权衡理论认为,公司存在一个最优资产负债结构,当公司股票价格上涨即权益市场价值提高时,公司应理性地增加负债融资份额或者减少股权融资数量,以维持最优资本结构。

6. 税盾效应方面,回归结果显示资产负债率与债务融资发生比成正相关,而与内源融资和股权融资负相关。即资产负债率越高(对应于税盾效应越低),公司越倾向于采用债务融资而不是股权融资,结果与静态权衡理论存在明显冲突。

7. 从非负债税盾效应的结果看,折旧比率与内源融资及股权融资的发生概率成正相关,与负债融资成负相关。一方面,非负债税盾效应(折旧或投资税减免等)较高的公司可用的内部资金量较多,倾向于内源融资的结果在一定程度上体现了内源融资偏好,结果与融资啄食顺序理论相一致。另一方面,非负债税盾效应越显著(公司适用的折旧率或投资税减免水平越高),公司通过债务融资可获得的税盾效应就越低,负债融资行为的激励与发生概率就越小,这与权衡理论的思想相吻合。

四、结论与讨论

本文的实证研究表明,公司盈利水平、成长性、规模大小、流动性、股价增长率、负债税盾、非负债税盾效应等因素变量对我国上市公司融资行为的选择均有较好的解释力。值得关注的是,除企业规模之外,其他各相关影响因素的实证结果均较好地支持了啄食顺序理论的基本思想。就规模因素而言,考虑到我国资本市场监管制度对信息披露的要求以及研究样本的选择情况(全部为上市公司而未涉及非上市企业),这一结果或许并不意外。当然,这也为我们提出了新的研究方向:上市公司与非上市企业融资行为的深入对比研究。整体而言,我国上市公司融资行为与啄食顺序理论的思想基本一致。

盈利能力、公司规模、非负债税盾效应等指标的实证结果均支持融资权衡理论,但流动性、股价变动性以及税盾效应指标却与其存在差异。鉴于流动性、股价变动性指标主要是从啄食理论的研究框架或研究视角提出的,结果与权衡理论存在的差异在某种程度上难以形成有说服力的否定意义,或许可以从实践的角度找出一个合理的解释。唯一让人有些费解的是,从权衡理论基本思想出发的负债税盾效应的实证结果并未对理论提供支持佐证。可能合理的解释是,我国资本市场对上市公司股权再融资设定了较为严格的条件,许多经营业绩或管理制度等方面未达再融资标准的公司无法通过增发或配股融资,只能持续地依赖于负债融资,形成融资市场的“马太效应”。

总之,实证结果整体上与啄食顺序理论相吻合,很多指标也对权衡理论给予了支持。这与程建伟和周伟贤(2007)、王志强与洪艺珣(2009)等人的研究结果或所体现的思想较为一致。

或许因为现实的复杂与多样性,使实证的某些方面难以较好地对理论进行诠释。正如 Frank 和 Goyal(2008)所言,“迄今为止,还没有哪个理论能同时解释所有资本结构的典型事实”^①。本文研究表明,从融资行为影响因素的视角分析,两种理论同时都具有较好的解释力,即我国上市公司的数据对啄食理论和权衡理论都给予了不同程度的证实。Myers(2003)也认为,不同理论的实证含义经常互不排斥。但是,“相当长一段时间以来,许多学者有意或无意地把资本结构的不同理论派系,特别是静态权衡

①Murray Frank, Vidhan Goyal. *Handbook of Empirical Corporate Finance*, 2008, pp. 135~202.

理论和融资优序理论,看成非此即彼,相互矛盾的对立面”^①。

笔者认为,虽然研究视角与思路存在不同,权衡理论和啄食顺序理论之间并非存在不可调和的矛盾。前者从股权融资与负债融资的成本-收益对比及其平衡的角度出发,从理论上试图证明企业存在一个最优资本结构,处于非最优资本结构状态的企业应通过调整融资方式达到理想状态,而啄食顺序理论则以信息不对称为理论基础,认为各种融资方式的融资成本存在明显差异,内源融资成本最低,其次是风险较小的负债融资,因而企业融资决策时存在偏好顺序。虽然权衡理论更强调最终状态的静态“结果”,但其实也内含一个选择顺序问题(只不过未考虑内源融资):由于存在税盾效应,企业融资时首选债务融资^②,随着债务数量与负债比例的逐步提高,公司财务困境成本不断上升。当达到某一临界点后,债务融资的边际附加成本大幅增加,甚至面临难以增加债务融资的状况(如银行信贷配给或公司债券发行困难现象),企业要么选择股权融资并在之后对债务与权益融资进行“权衡”选择,要么放弃投资。啄食顺序理论认为企业融资决策时并不是试图达到一个所谓的“最优”目标资本结构,更强调融资选择的动态“过程”,但在本质上并不否认可能面临的融资约束或成本增加从而导致对各种选择的“权衡”对比状态,因为从实践看,企业各种融资方式并存是一种常态。Baskin(1989)就曾指出,融资优序的行为,不仅是对于税收和交易成本做出的理性反映,更是一种信号均衡。如此看来,将权衡理论和啄食顺序理论对立起来并不是一种科学的态度,两种理论存在共生的理论逻辑与现实基础。王志强和洪艺珣(2009)对此做出了很好的理解,“不同理论派系所证实的影响因素可能仅仅是驱动资本结构变化的一股‘分力’,它们在不同的时点、不同的背景下影响着资本结构的运动轨迹,而我们所观察到的现实资本结构则是所有这些影响因素的‘合力’结果”。本文认为较为合理的认知观点是,啄食顺序理论为企业融资行为的动态过程提供了较好的诠释,而融资权衡理论则对特定资本结构的形成提供了理论依据。

■作者简介:葛永波,山东财经大学金融学院教授,经济学博士后;山东 济南 250014。

刘子龙,山东财经大学金融学院硕士生。

■基金项目:教育部人文社会科学研究规划研究项目(09YJA790126);山东省软科学项目(2008RKA261)

■责任编辑:于华东



①王志强、洪艺珣:《中国上市公司资本结构的长期动态调整》,载《会计研究》2009年第6期。

②当然,由于企业设立的制度约束,初始的股权投资可能是必需的。