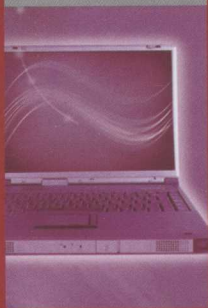


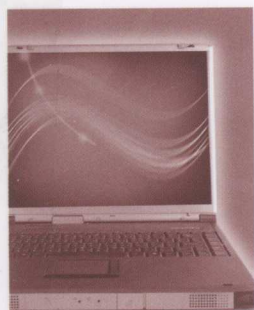
山西财经大学中青年学者文库

SHANXI CAIJING DAXUE

ZHONGQINGNIAN XUEZHE WENKU



中国上市公司资本结构 与财务治理效应研究



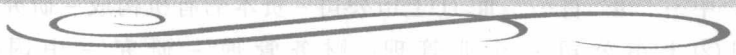
ZHONGGUO SHANGSHI GONGSI ZIBEN JIEGOU
YU CAIWU ZHILI XIAOYING YANJIU

肖 坤◎著



中国财政经济出版社

山西财经大学中青年学者文库



中国上市公司资本结构 与财务治理效应研究

肖 坤 著



中国财政经济出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

中国上市公司资本结构与财务治理效应研究 / 肖坤著. 北京: 中国财政经济出版社, 2008. 12

(山西财经大学中青年学者文库)

ISBN 978-7-5095-1185-5

I. 中… II. 肖… III. ①上市公司-资本的有机构成-研究-中国 ②上市公司-企业管理: 财务管理-研究-中国
IV. F279.246

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2008) 第 213600 号

责任编辑: 王芝文

责任校对: 张全录

封面设计: 陈 瑶

版式设计: 汤广才

中国财政经济出版社出版

URL: <http://www.cfeph.cn>

E-mail: cfeph@cfeph.cn

(版权所有 翻印必究)

社址: 北京市海淀区阜成路甲 28 号 邮政编码: 100142

发行处电话: 88190406 财经书店电话: 64033436

北京富生印刷厂印刷 各地新华书店经销

880 × 1230 毫米 32 开 6.125 印张 180 000 字

2008 年 12 月第 1 版 2008 年 12 月北京第 1 次印刷

定价: 12.00 元

ISBN 978-7-5095-1185-5/F · 1001

(图书出现印装问题, 本社负责调换)

本社质量投诉电话: 010-88190744

总序

大学学术是作为科学策源地、文化发祥地、人才群聚区、社会智力库、知识辐射源的高等学府独具一格的宝贵财富，而大学学者的学术成果则是每一个高等学府经年累月所积淀的思想宝库。大学源于学术，学术是大学的生命力。

我校是一所学术气氛浓郁的财经类高等学府。50多年来，我校学科覆盖经、管、法、文、理、工、教等7个门类，有30余个博士学位、硕士学位授权点，有12个省级重点学科，2个省级人文社科重点研究基地。学科复合、专业交叉、资源互补、观念互渗、乘势而上……在新的发展机遇期，山西财经大学已经绘制了宏伟发展蓝图，确定了学校由教学型转向教学科研型的发展战略。由学校资助出版的中青年学者文库，是具有丰富内涵的山西财经大学中青年学者成果的立体化呈现。它不仅是对学校50多年学术文化和学术传统的历史性继承，而且是我校在战略发展阶段所采取的重要举措。

第一，在于推出学术精品。通过资助出版学术精品，形成精品学术成果的园地，为繁荣国家财经、管理、政法以及人文社会科学研究，解决党和国家面临的重大经济、社会问题，做出我校应有的贡献。第二，培养学术队伍，特别是通过对一批处在成长期的中青年学术骨干、博士的成果予以资助出版，促进学术梯队建设，提高

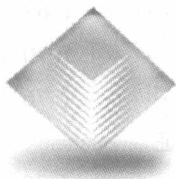


学术队伍的整体实力和水平。第三,凝炼学术特色。通过资助在学术思想、学术方法和学术观点等方面有独到和创新点的学术成果,培育学术特色,力争通过努力,形成有我校特色的学术思想体系。因此,本文库面向中青年,面向原创精品。

我们欣喜地看到,今天的财大学人正沐浴财大学术精神的光芒,凝视前行者或深或浅的脚步,敞开我们日月经天的情怀,共同拥抱山西财经大学无比美好的明天,让我们共同的学术精神发扬光大。

原梅生

二〇〇八年十二月



MU LU

目 录

前 言	(1)
1 导 论	(4)
1.1 研究背景	(4)
1.2 研究意义	(7)
1.3 研究方法	(8)
1.4 结构安排与创新点	(9)
2 文献综述	(12)
2.1 负债比率的财务治理效应研究综述	(12)
2.2 股权结构的财务治理效应研究综述	(20)
2.3 债务结构的财务治理效应研究综述	(28)
3 资本结构的财务治理效应研究的相关理论问题	(34)
3.1 资本结构的概念与定位	(34)
3.2 财务治理的概念与定位	(37)
3.3 资本结构与财务治理的双向互动关系	(46)
3.4 资本结构的财务治理效应的涵义及主要研究 内容	(51)
4 我国上市公司资本结构对财务治理模式及治理机制 的影响	(55)
4.1 我国国有企业资本结构及财务治理模式的演进 历程	(55)



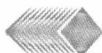
4.2 我国上市公司资本结构的特点	(63)
4.3 我国上市公司的资本结构与财务治理模式	(70)
4.4 我国上市公司的资本结构与财务治理机制	(76)
5 我国上市公司资本结构对财务治理效率影响的实证 分析	(88)
5.1 我国上市公司股权结构对财务治理效率影响的 实证分析	(89)
5.2 完善上市公司股权结构以提高其财务治理效率	(113)
5.3 我国上市公司债务结构对财务治理效率影响的 实证分析	(118)
5.4 完善上市公司债务结构以提高其财务治理效率	(127)
6 资本结构的财务治理效应的国际比较及对我国的启示	(134)
6.1 美英公司资本结构的财务治理效应	(134)
6.2 日德公司资本结构的财务治理效应	(145)
6.3 公司资本结构及财务治理的国际趋同	(154)
6.4 公司资本结构及财务治理趋同对我国的启示	(167)
7 结 论	(173)
7.1 主要结论	(173)
7.2 研究局限性及未来研究的方向	(178)
参考文献	(180)
后 记	(187)

前言

Qianyan

20 世纪 70 年代，现代企业理论研究成果的引入，极大地推动了资本结构理论的发展，资本结构的财务治理效应研究蓬勃兴起。契约理论、委托代理成本理论、不对称信息理论与资本结构理论的融合，扩大了资本结构研究的视野，财务学家不再单纯地从技术角度去考察资本结构的自然属性（即各种来源资本之间的比例关系），而是更加注重分析隐藏于资本结构自然属性背后的社会属性，在定量分析的基础上探讨各种来源资本所有者之间的利益冲突与协调问题，从而使资本结构研究开始触及资本结构的本质和核心，即如何设计和优化资本结构来引导各种资本所有者的行为，以便最大限度地化解他们之间的利益矛盾和冲突，实现利益相关者之间的利益均衡。

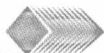
资本结构的财务治理效应研究就是要从企业资本结构入手，分析其对财务治理模式选择、财务治理机制发挥以及财务治理效率高低的影响。无论从理论还是实践的角度来看，资本结构的财务治理效应研究都具有重要意义。资本结构的财务治理效应研究将促进企业财务治理理论的发展，使财务治理理论体系更加完善，也为资本结构理论研究提供了新的视角和思路，有利于资本结构理论的进一步发展和完善。更为重要的是，资本结构的财务治理效应研究对于国企改革，特别是国有企业资本结构的优化、公司治理结构的改善具有重要的实践指导意义。长期以来，国有企业资本结构存在严重



缺陷,资产负债率过高,股权结构不合理,再加上国有股权主体的长期缺位,造成国有企业财务治理效率低下:股东监督和约束弱化,“内部人控制”问题严重,债权约束软化,政府对上市公司行政干预过多,控股股东滥用股权现象时有发生,这些问题都严重制约着国有企业改革的进程和现代企业制度的建立,甚至影响社会主义市场经济体制的建立与完善。因此,从资本结构优化的角度,研究如何优化国有企业财权配置,塑造具备健全产权权能的国有产权主体,构造科学合理的财务治理结构以形成有效的财务治理机制等一系列财务治理问题,对于实践中国有企业资本结构的优化,产权结构调整和企业治理结构的改良具有重要指导意义。

本书首先从资本、资本结构和财务治理等基本概念的定位与理解出发,深入论述了资本结构与财务治理的关系,界定了资本结构的财务治理效应的涵义和主要研究内容;在对我国国有企业资本结构及财务治理模式的演进历程进行回顾的基础上,分析了我国上市公司资本结构的特点,全面论述了我国上市公司资本结构对财务治理模式的选择及财务治理机制的影响;采用计量经济学方法对我国上市公司资本结构的财务治理效率问题进行了实证分析,并提出了优化和完善上市公司资本结构以提高其财务治理效率的具体建议;对目前世界上两种比较典型的资本结构安排模式——美英模式和日德模式的特征、成因及其财务治理效应进行了深入、细致的分析,论述了资本结构及财务治理国际趋同的动因、表现及对我国的启示。

本书在以下两个方面力求创新:(1)明确提出资本结构的财务治理效应这一概念,并对其含义进行了界定。资本结构的财务治理效应是指企业权益资本与债务资本之间的比例关系及其各自内部具体构成所形成的资本结构所应发挥的财务治理效能。资本结构的财务治理效应主要表现在以下两个方面:一是资本结构对财务治理模式的选择及治理机制的影响;二是资本结构对财务治理效率的影响,而资本结构对财务治理效率的影响是资本结构的财务治理效应研究的



核心问题。(2) 从理论层面分析了我国上市公司的资本结构对财务治理模式选择和不同财务治理机制的影响,在此基础上运用计量经济学方法对我国上市公司资本结构的财务治理效率进行了实证分析。为克服学者以往只从成本或只从收益角度单方面评价财务治理效率的局限性,本书同时从治理成本(包括第一类股权代理成本和第二类股权代理成本)和治理收益(包括公司会计业绩和市场业绩)两个方面衡量财务治理效率的高低,分别建立回归模型来检验我国上市公司的资本结构对第一类股权代理成本、第二类股权代理成本、会计业绩和市场业绩四个方面的影响,从而使得对我国上市公司资本结构的财务治理效率高低的评价结论更加全面、可靠。

通过理论分析和实证研究,针对我国上市公司资本结构和财务治理现状,本书提出以下建议:(1) 从股权结构和债务结构两个方面调整和完善上市公司的资本结构。调整和完善股权结构的具体措施有:改革和完善国有资产监督管理体制,进一步解决国有产权主体缺位问题;大力培育机构投资者,发挥机构投资者在公司财务治理中的作用;切实加强中小股东的保护机制;推行人力资本股权化。调整和完善债务结构的具体措施有:合理安排债务期限结构,适当降低流动负债在负债总额中的比例;加强银行对企业控制权的配置,使银行对上市公司的财务约束硬化;积极发展公司债市场;健全相关法律法规,完善债权人保护机制。(2) 在公司资本结构及财务治理国际趋同进程中,我国应借鉴美英模式和日德模式,吸取精华,扬长避短,以建立和完善适合中国国情的企业资本结构安排模式和财务治理模式,但是应注意以下问题:根据国情引入制度;注意移植制度后的相关配套制度建设;处理好法制化与企业自主选择的关系;在公司资本结构和财务治理趋同的过程中注意维护国家主权。

肖坤

2008年11月



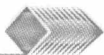
导 论

1.1 研究背景

1.1.1 理论背景

资本结构理论是现代企业财务理论的重要组成部分，显然资本结构理论与财务治理理论的研究范围和内容是不同的。然而近年来，国内外理论界将资本结构理论与财务治理理论融合起来进行研究的趋势不断增强，尤其是运用实证研究方法从资本结构的角度去研究财务治理相关问题的趋势明显增强，例如，从负债比率、股权结构和债务结构的角度分析其对股权代理成本、经营绩效的影响。这种研究趋势的出现并非偶然，而是有其必然性。

共同的研究焦点和研究目标为资本结构理论与财务治理理论的融合研究提供了可能性。资本对于企业来说，是一种生产要素，它同时具有自然属性和社会属性。资本的自然属性是指通过资本的使用来实现企业价值最大化；资本的社会属性是指资本的归属，即产权问题。资本的二重性决定了资本结构也是具有双重属性的。从自然属性看，资本结构是指各种来源资本之间的比例关系；从社会属

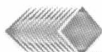


性看,资本结构是指各种来源资本所有者之间的利益冲突与协调,即一种产权契约关系。也就是说现代资本结构理论不但要研究在证券给定(主要是股票和债券)的情况下,企业发行证券的资本量决定问题,而且还要研究各种财务契约(包括股权契约、债权契约和报酬契约)的设计和完美,即财权在各签约人之间的合理配置,这也正是财务治理理论所要解决的核心问题。可见资本结构理论与财务治理理论的研究焦点是相同的,即不同来源资本所有者之间的利益冲突与协调问题,二者的研究目标也是一致的,即如何最大限度地化解各资本所有者之间的冲突,以实现企业所有权(剩余索取权和剩余控制权)的合理配置,使各资本所有者之间利益达到均衡。共同的研究焦点和研究目标就为资本结构理论和财务治理理论之间的融合研究——资本结构的财务治理效应研究提供了桥梁,提供了可能性。

1.1.2 现实背景

随着以建立现代企业制度为主要内容的国有企业改革的深入和发展,现代公司制企业所特有的所有权与经营权分离所带来的委托代理问题在改制后国有企业的经营管理中日益突出。在原国有企业基础之上建立起来的股份制企业(包括上市公司)在其经营管理中普遍存在财务治理效率低下的问题,主要表现在以下几个方面:

(1) 股东监督和约束弱化,“内部人控制”问题严重。我国上市公司的股权结构按股东性质不同可分为国有股、法人股、个人股和外资股。其中国有股产权主体缺位,国有股权代表委派机制尚未真正形成,国有股权管理制度不健全,委托代理链条过长,因此,国有股东对经营者的监控弱化。法人股东中绝大部分都是国有工业企业,国有股的所有者缺位现象在法人股东中同样存在。个人股和外资股所占比例较小,没有足够的激励和能力监控企业。上述几方面原因必然导致一个共同的结果——“内部人控



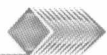
制”现象普遍。

(2) 政府对上市公司行政干预过多。国有股东是上市公司最大的股东,政府有关部门(作为国有股东)为了控制“内部人控制”,减少内部人对股东权益的侵害,又不得不利用行政手段对国有企业实行“超强控制”(李维安等,2001)。例如,筹资决策、大型投资项目等依旧需得到主管部门的批准,绝大部分企业经营者都要由政府主管部门任命。

(3) 控股股东滥用股权现象时有发生。我国上市公司的股权集中度较高已是不争的事实,控股股东常常利用投票权优势控制股东大会,进而在董事会占据绝大部分席位,在法律监管不严的情况下,根据其主观意志主导公司筹资、投资、收益分配、股权转让等决策,从而将公司利益转移至控股股东手中,损害了中小股东、债权人以及公司其他利益相关主体的利益。

(4) 高负债下的债权治理软约束。我国国有企业的债务不是市场选择的结果,企业对银行的负债所反映的只是同一利益主体(即国家)下的不同经营单位之间的借贷关系,它们之间的利益冲突可以由政府通过行政手段来协调,因此这种债权债务关系只是形式上的和虚拟的。在这种虚拟的契约关系下,经营者面临债务的潜在压力很小,破产机制也不具有威慑力,一些企业甚至用破产来逃避债务。在这种情况下,企业的实际控制权并不能随着负债率的提高从所有者转向债权人,相反,由于信用廉价和债权治理功能的弱化,还会加速企业过度投资、过度负债。

国有企业资本结构的缺陷,是导致其财务治理结构与治理机制失效的重要原因,并制约着国有企业改革的进程和现代企业制度的建立与完善。因此,以资本结构的优化和调整为切入点来提高财务治理效率就成为当前我国国有企业改革中最为迫切和亟待解决的问题。

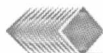


1.2 研究意义

资本结构的财务治理效应研究就是要从企业资本结构入手,分析其对财务治理模式选择、财务治理机制发挥以及财务治理效率高低的影响。无论从理论还是实践的角度来看,资本结构的财务治理效应研究都具有重要意义。

(1) 资本结构的财务治理效应研究将促进企业财务治理理论的发展,使财务治理理论体系更加完善。资本结构的设计和优化是一种重要的财务治理机制。调整企业的资本结构,可以改变企业的所有权安排,进而改变财权在不同资本所有者之间的配置,缓解不同资本所有者之间的利益冲突,引导他们做出有利于企业价值最大化的行为,以达到调节财务治理结构之目的。因此,从资本结构的角度研究财务治理相关问题,将丰富财务治理的研究内容,使财务治理理论体系更加成熟和完善。

(2) 资本结构的财务治理效应研究为资本结构理论研究提供了新的视角和思路,有利于资本结构理论的进一步发展和完善。资本结构具有二重性,各种来源的资本之间的比例关系体现的是资本结构的自然属性,而产权契约关系则体现了资本结构的社会属性。现代资本结构理论成熟的一个重要标志就是在研究资本结构自然属性的基础之上剖析资本结构的社会属性,以使资本结构理论研究由表象深入到本质。资本结构的财务治理效应研究,从一个方面来看,是从资本结构角度研究财务治理问题,从另一个方面看,则是从财务治理的角度去探究资本结构的设计和优化问题。而财务治理问题的核心就是财权配置,财权是从产权派生出来且体现了产权的主要权能(衣龙新,2004)。因此,资本结构的财务治理效应研究实质上是从财权配置角度研究资本结构的社会属性;这无疑为资本



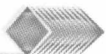
结构理论研究提供了一个新视角,从而促进现代资本结构理论的进一步发展和完善。

(3) 资本结构的财务治理效应研究对于国企改革,特别是国有企业资本结构的优化、公司治理结构的改善具有重要的实践指导意义。改革开放 20 多年来,国有企业的渐近式改革基本上是在未触动企业产权制度的前提下进行的,产权制度改革的滞后以及金融体制改革和制度创新的滞后,导致国有企业资本结构的畸形化,其基本特征是企业的资产负债率过高,股权结构不合理,再加上国有股权主体的长期缺位,造成国有企业财务治理效率低下:股东监督和约束弱化,“内部人控制”问题严重,债权约束软化,政府对上市公司行政干预过多,控股股东滥用股权现象时有发生,这些问题都严重制约着国有企业改革的进程和现代企业制度的建立,甚至影响社会主义市场经济体制的建立与完善。因此,从资本结构优化的角度,研究如何优化国有企业财权配置,塑造具备健全产权权能的国有产权主体,构造科学合理的财务治理结构以形成有效的财务治理机制等一系列财务治理问题,对于实践国有企业资本结构的优化,产权结构调整和企业治理结构的改良具有重要指导意义。

1.3 研究方法

本书采用了以下研究方法:

(1) 以马克思主义的认识论为指导原则,坚持理论与实践相结合的研究方法。本书首先对资本结构的财务治理效应的相关文献进行了梳理和总结,对相关基本理论问题进行了探讨,然后在此基础上详细论述了我国上市公司资本结构对财务治理模式、财务治理机制以及财务治理效率的影响,并提出相应的政策建议,以期能够对我国上市公司资本结构优化、财务治理及公司治理的改善起到一



定的指导作用。

(2) 坚持规范分析与实证分析相结合的研究方法。规范分析和实证分析是现代经济学研究中两种重要的研究方法。规范分析以一定的伦理观念或价值判断为基础,解决“什么应该是”的问题。规范研究的功能是提供统一规范的标准,作为实务的参考,指导和优化实务。而实证分析则是以统计分析为主的一种定量研究方法,它独立于任何特别的伦理观念或价值判断,解决“什么是”的问题。实证研究的功能是对实务进行解释,并考虑其经济影响和后果,即解释和预测实务。实证研究建立假设的前提条件之一是规范研究形成的理论,而实证研究的结论只有通过规范分析才能上升为经世致用的理论,以规范和优化实务;另一方面,规范研究的假设只有经过实证检验,结论才会可信。总之,规范研究和实证分析并不是彼此排斥的,而是相辅相成的。

(3) 本书在研究过程中还采用了比较分析法,对不同国家的资本结构及其财务治理效应进行了横向比较,并对我国国有企业在不同历史时期的资本结构及其财务治理效应进行纵向比较,以揭示企业资本结构对财务治理的影响。

1.4 结构安排与创新点

1.4.1 结构安排

本书以资本结构优化为起点,以财权合理配置为核心,以改善我国上市公司财务治理效应为最终归宿,重点探讨我国上市公司资本结构(包括负债比率、股权结构和债务结构)对企业财务治理的影响,并针对我国上市公司在资本结构的财务治理效应方面存在的问题,提出相应的政策建议。



本书共分七章，各章的主要内容如下：

第1章：导论。本章首先阐述了资本结构的财务治理效应研究的理论背景和现实背景，然后简要论述了本书的研究意义、研究方法、主要内容与结构安排以及创新点。

第2章：文献综述。本章主要对负债比率、股权结构及债务结构的财务治理效应的相关文献进行了总结和评价。

第3章：资本结构的财务治理效应研究的相关理论问题。本章在剖析资本、资本结构及财务治理内涵的基础上，分析了资本结构与财务治理的关系，明确了资本结构的财务治理效应的涵义和主要研究内容。

第4章：我国上市公司资本结构对财务治理模式及治理机制的影响。本章简要回顾了我国国有企业资本结构及财务治理模式的演进历程，分析了我国上市公司资本结构的主要特点，在此基础上论述了资本结构对我国上市公司财务治理模式选择及治理机制的影响。

第5章：我国上市公司资本结构对财务治理效率影响的实证分析。本章首先运用计量经济学方法对我国上市公司股权结构的财务治理效率进行了实证检验，并提出完善股权结构以提高财务治理效率的政策建议；然后对我国上市公司债务结构的财务治理效率进行了实证检验，并提出完善债务结构以提高财务治理效率的政策建议。

第6章：资本结构的财务治理效应的国际比较及对我国的启示。本章首先对美英模式和日德模式下的资本结构及其财务治理效应进行了分析、比较，然后论述了公司资本结构和财务治理国际趋同的表现，并阐述了公司资本结构及财务治理国际趋同对我国的启示。

第7章：结论。本章对本书得出的主要研究结论进行了总结，并指出本书的研究局限性和未来的研究方向。