



公司治理研究文丛

徐向艺 主编

上市公司资本结构与 公司治理绩效关系研究

SHANGSHI GONGSI ZIBEN JIEGOU YU
GONGSI ZHILI JIXIAO GUANXI YANJIU

张立达 著



经济科学出版社
ECONOMIC SCIENCE PRESS



公司治理研究文丛

徐向艺 主编

上市公司资本结构与 公司治理绩效关系研究

SHANGSHI GONGSI ZIBEN JIEGOU YU
GONGSI ZHILI JIXIAO GUANXI YANJIU



经济科学出版社
ECONOMIC SCIENCE PRESS

责任编辑：吕 萍 王 娟

责任校对：徐领弟

版式设计：代小卫

技术编辑：邱 天

图书在版编目 (CIP) 数据

上市公司资本结构与公司治理绩效关系研究 / 张立达
著. —北京：经济科学出版社，2008. 9

(公司治理研究文丛)

ISBN 978 - 7 - 5058 - 7707 - 8

I. 上… II. 张… III. 上市公司 - 资本的有机构成 -
关系 - 企业管理 - 经济效果 - 研究 IV. F276. 6

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2008) 第 180462 号

上市公司资本结构与公司治理绩效关系研究

张立达 著

经济科学出版社出版、发行 新华书店经销

社址：北京市海淀区阜成路甲 28 号 邮编：100142

总编室电话：88191217 发行部电话：88191540

网址：www. esp. com. cn

电子邮件：esp@ esp. com. cn

北京汉德鼎印刷厂印刷

永胜装订厂装订

690 × 990 16 开 12. 75 印张 210000 字

2008 年 9 月第 1 版 2008 年 9 月第 1 次印刷

ISBN 978 - 7 - 5058 - 7707 - 8 / F · 6958 定价：22. 00 元

(图书出现印装问题，本社负责调换)

(版权所有 翻印必究)

总 序

公司治理是公司价值的源泉，是企业组织基业长青的基石，也是资本市场健康发展的保障。亚洲金融风暴、美国安然事件后，越来越多的人注意到一些公司由于财务信息披露不及时、不充分，使得股东权益受损的现象不断出现，促使投资大众的注意焦点转向公司的治理水平。良好的公司治理能够给公司及股东带来长期收益预期已经成为共识。20多年来，公司治理已经成为各国公司制度改革的一项重要内容，无论是在国内还是国外、理论界还是实务界都给予了公司治理以极大的关注。近年来各国公司治理实务的发展，使得投资者、政府监管部门及上市公司自身都对公司治理产生了浓厚的兴趣。为了满足公司治理实践的需要，我国公司治理理论工作者对公司治理进行了系统而卓有成效的研究，取得了丰富的研究成果。为了展示已经或未来取得的理论成果，我们组织出版了这套《公司治理研究文丛》。

一、公司治理的主要研究成果

国内外关于公司治理的研究成果主要体现在以下几个方面：

一是关于公司治理的基本理论研究。这方面的研究探索，主要围绕公司治理为什么会产生、公司治理是什么、公司治理的目的是什么等问题而展开。国外的学者在公司治理理论研究方面进行了开创性的研究，如科斯（R. H. Coase, 1937）、詹森和麦克林（Jensen and Meckling, 1972）、伯利和米恩斯（Berle and Means, 1968）、约翰·库宾和丹尼斯·里奇（John Cubbin

and Dennis Leech, 1983)、哈罗德·德姆塞茨和肯尼斯 (Harold Demsetz and Kenneth, 1985)、奥利弗·哈特 (Oliver Hart, 1995)、法玛和詹森 (Fama and Jensen, 1983) 等对所有权与控制权进行了系统研究; 詹森 (Jensen, 1976)、麦克林 (Meckling, 1976)、法玛 (Fama, 1980)、威廉姆森 (Williamson, 1996) 等对代理成本进行了长期的研究。国内方面, 李维安、钱颖一、吴敬琏、张维迎等学者对公司治理的涵义及研究对象进行了系统研究与阐述。尤其李维安对于公司治理的理论研究打破了传统的以监督与控制为目的的窠臼, 提出了公司治理的核心是建立一套科学的决策机制, 制衡只是为了保证决策的有效执行, 并指出公司治理要维护利益相关者的利益, 而并非仅仅是维护股东利益的新颖观点。

二是关于公司治理模式的研究。围绕这一主题的研究主要是探索何种治理模式更加有效, 全球范围内公司治理模式是趋同还是存异等问题。在全球经济一体化的今天, 贸易壁垒被打破, 公司的竞争力及其业绩更容易按照国际标准衡量, 那些具有良好公司治理模式的国家和公司更容易在全球范围内获得更多的资源与竞争优势, 其治理模式容易被效仿, 如英美模式与日德模式等。而如果一个国家的公司治理体制不利于本国公司在全球资本市场以及产品市场获取更多的竞争优势, 则应该改变其治理体制。公司治理绝非仅仅是公司精英关注的问题, 国家决策者也应该给予公司治理以极大的关注, 因为国家间或者公司间的竞争也是治理模式的竞争。由于各种治理模式与其治理环境、治理文化、股权结构的高度相关性以及经济改革的路径依赖而存续, 但因全球经济一体化的发展, 全球治理模式在一定程度上有趋同的趋势。大卫·沙尔尼 (David Charny, 1997)、卢西恩·别布丘克和马克·罗伊 (Bebchuk, Lucian A. and Mark J. Roe, 1999)、罗纳德·吉尔森 (Ronald J. Gilson, 2001)、莱因哈特·施密特和斯宾德勒 (Schmidt, Reinhard H. and Gerald Spindler, 2002) 等学者在公司治理模式的研究方

面提出了创新性的观点。

三是关于公司治理的应用研究。围绕这一主题,学者们对公司治理的操作层面如股权结构的选择、机构投资者与公司治理、董事会的结构与运作、跨国公司的治理以及公司治理原则等相关问题进行了系统的研究。如德姆塞茨 (Demsetz, 1983)、萨登 (Thadden, 1998)、帕加诺和瑞尔 (Pagano and Rell, 1998)、班尼德森和沃芬森 (Bennedsen and Wolfenzon, 2000)、戈麦斯和诺瓦斯 (Gomes and Novaes, 2005) 等对于股权结构与股权制衡的研究;阿尔钦和德姆塞茨 (Armen A. Alchian and Harold Demsetz, 1972)、霍斯基森·希尔和金 (Robert E. Hoskisson and Charles W. L. Hill and Hicheon Kim, 1993) 等对公司内部治理的研究;法玛 (Fama, 1980)、杰里米 (Jeremy, 1993)、扎杰克和维斯特弗 (Edward J. Zajac and James D. Westphal, 1996);里迪克和塞斯 (Kwnneth J. Rediker and Anju Seth, 1995) 等对董事会的内部结构及其运作的研究;杜明 (John H. Dunning, 1988)、提斯 (David J. Teece, 1986) 以及巴克利和卡森 (Peter J. Buckley and Mark Casson, 1991) 等对跨国公司治理进行了较为系统的研究;约翰·庞德 (John Pound, 1988)、鲍罗斯 (Stephen D. Prowse, 1990)、辉 (John C. Coffee, Jr., 1991)、卡特 (Hagman T. Carter, 1992)、波森 (Pozen Robert C., 1994) 以及肖特和卡罗吉斯 (Helen Short and Kevin Keasey, 1997) 等研究了机构投资者在公司治理中的作用等。在国内方面,李维安对跨国公司治理、网络治理以及企业集团治理进行了系统研究,并制定了第一个中国公司治理原则,为公司治理实务的研究提供了指引;席西民对集团治理进行了卓有成效的研究,其成果对我国企业集团治理的改善发挥了重要作用。

四是关于公司治理的实证研究。这一方面的研究旨在探索公司治理结构以及公司治理机制与公司绩效间的关系,如股权结构与绩效、治理结构与信息披露以及公司绩效的关系等。詹

森和麦克森 (Jensen and Meckling, 1976) 对内部股东比例与公司价值关系的研究; 拉波塔 (La Porta, 1999, 2000, 2002)、克拉森斯 (Claessens, 2000, 2002)、雷蒙和林斯 (Lemmon and Lins, 2003) 等对控制权与现金流权分离对公司价值的影响的研究; 德姆塞茨 (Demsetz, 1983)、康奈尔和塞维斯 (McConnell and Servaes, 1990)、徐向艺 (2004) 等对公司治理结构与公司绩效间关系的研究; 菲弗 (Pfeffer, 1972)、詹森和法玛 (Jensen and Fama, 1983)、詹森 (Michael C. Jensen, 1990)、特里科 (Tricker, 1995)、巴加特和布莱克 (Bhagat and Black, 1999)、尼克斯 (Nikos, 1999)、戈亚尔和帕克 (Goyal and Park, 2001)、于东智 (2001)、沈艺峰 (2002)、基尔和尼克森 (Geoffrey C. Kiel, Gavin J. Nicholson, 2003)、李维安和李建标 (2003)、兰道和简森 (Trond Randoy and Jan Inge Jenssen, 2004) 等对董事会特征与公司绩效关系的研究; 本森 (George J. Benson, 1982)、惠廷顿 (Geoffrey Whittington, 1993)、福克 (John J. Forker, 1992) 等对公司治理与信息披露关系的实证研究等。这些研究成果对我国公司治理优化的宏观政策与微观对策的制定具有重要现实意义。

五是公司治理评价的研究。这一领域的研究是基于投资者、政府监管部门以及上市公司对公司治理状况进行评价的客观要求而进行的。20 世纪 90 年代后期至今很多学者以及研究机构将公司治理的研究集中于公司治理的评价。如 1998 年标准普尔的公司治理服务系统; 1999 年欧洲戴米诺的公司治理评价系统; 2000 年里昂证券的公司治理评价系统; 此外还有俄罗斯的布朗斯威克 (Brunswick Warburg) 评价系统; 世界银行公司评价系统; 泰国公司治理评价系统、韩国公司治理评价系统以及日本公司治理评价系统等。国内南开大学公司治理研究中心李维安等开发的公司治理评价系统是国内在这方面取得的代表性成果。不同的公司治理评价系统, 分别基于不同治理环境的需要, 设置评价与诊断公司治理状况的指标与方法, 为降低投资者的信

息不对称、监管部门的有效监管以及上市公司提升公司治理效率等提供了有价值的参考。

二、当前公司治理的热点问题

目前关于上述公司治理五个方面的研究，已经形成了较为完整的体系，并对我国公司治理实践起着重要的指导作用。然而公司治理的研究是无止境的，对于我国上市公司而言，公司治理实践中还存在着诸多问题，如究竟怎样的股权结构是合理的？提升董事会的独立性是否有助于上市公司监督效率的提高，也有助于决策效率的改善？如何衡量上市公司的治理风险并有效规避？为什么上市公司要履行社会责任，我国上市公司社会责任的履行状况如何？中小股东的利益应给予怎样的保护等均为我国公司治理实践中迫切需要解决的问题。

基于目前我国公司治理实践的需要，我们组织出版的这套《公司治理研究文丛》将对公司治理中存在的十大热点问题（不限于）进行系统研究与探索：

1. 信息不对称条件下的委托代理问题的研究。公司委托代理关系是公司治理的核心问题之一，没有委托代理关系，也就没有公司治理问题。公司存在委托代理关系，就必然产生代理成本。对代理成本的研究应全方位展开，要关注代理成本的衡量、代理成本的控制、资本结构对于代理成本的影响、股权制衡对代理成本的影响、董事会特征对于代理成本的影响等。本文丛对于代理成本的研究，则更关注于监事会特征对于代理成本的影响，并发现作为一种监督董事和高层管理人员机构，我国上市公司提高监事会的运作效率、完善监事的激励以及变更监事会主席对于降低代理成本具有显著的作用。因此，我国应关注于监事会这一内部监督机构的完善，短期内不能简单依赖于外部的监督。

2. 对于公司治理中的股东权益尤其是后股权分置改革时代中小股东的权益保护机制的探索。股东利益保护是公司治理的

目的之一,对中小股东利益的有效保护更是公司制度公平与效率的前提。对中小股东权益保护制度的建设是衡量一国上市公司治理状况优劣、资本市场完善程度乃至国家竞争优势的标志。关注于中小股东权益保护问题的研究对于提高公司价值、维护资本市场的稳定、有效发挥资本市场资源配置的功能以及提升国家竞争力都具有重要意义。后股权分置时期,随着市场机制的强化和市场运行规则的改变,上市公司原有制衡机制将面临调整,股东之间的主要矛盾将由股权流动性冲突转变为股份优势、资金优势和信息优势冲突,这些变化必然给中小股东权益保护带来新的挑战。如由于全流通后,分类表决制等保护性规则的失效、控股股东由恶意“圈钱”和直接占用等自利行为到利用其控制权便利,从事内幕交易和市场操纵行为,可能会进一步加剧对中小股东利益的侵害、股权激励制度在增强管理层积极性和归属感的同时,也可能出现通过盈余管理、选择性信息披露、内幕交易等手段侵占小股东利益,资本控制权市场的日趋活跃可能出现的虚假或者恶意收购行为对中小股东权益的损害等问题。

3. 母子公司治理、控制与协调问题研究。在企业集团研究中,母子公司治理是理论界和企业界普遍关注、探寻的重要内容。海外母子型企业集团发展史长于中国,但海外学者对其研究时间并不长。国内学者对此研究始于20世纪90年代,总体上看,对母子公司治理与控制理论研究还不深入,实践总结尚不全面。中国企业集团的快速发展迫切需要研究母子公司治理与管理控制理论。对中国母子公司治理模式、治理手段、治理绩效系统研究并探讨对策,从理论上建立起母子公司治理的研究框架,在实践上对母子公司提升治理绩效提供指导建议。

4. 上市公司控制权安排研究。公司控制权是一种依附于公司的独立人格而派生的具有利益内容的经济性权利,公司控制权安排是公司治理制度安排的关键环节。如何合理配置上市公司控制权并有效促使控制权转移是提高公司绩效、保护投资者利益的重

要问题。特别是在中国上市公司中，行政干预、内部人控制的现象十分严重，因此控制权安排这一问题就显得更为重要。中国上市公司控制权安排的研究主要集中在以下三个方面，即：控制权初始配置、控制权私有收益和控制权市场转移。中国上市公司控制权安排的变迁是一个由竞争性利益集团推动的周期演变过程，不同利益集团的不同行为方式形成了不同的控制权配置和转移方式。可以说，中国上市公司控制权安排存在的一系列问题，归根到底都是制度问题。对于构建上市公司控制权安排的优化模型而言，恰当的制度体系可以降低复杂系统中绝大多数个体的信息成本和组织的协调成本，抑制机会主义行为。

5. 上市公司关联交易及其治理问题研究。无论在西方国家还是我国，上市公司关联方之间通过资产交易、资金融通、接受或者提供担保以及赊销等方式进行交易引起的利益冲突问题日益严重。如何解决关联交易问题已经成为上市公司、参与投资各方、证券监管机构以及会计规范制定部门不容回避的重要课题。但目前无论是规范关联交易的相关制度还是法律监管均有待完善，如何将关联交易限制在其所涉利益主体之间均衡状态的范围之内成为一个很现实的问题。我们认为，对关联交易的研究应采用规范研究与实证研究的方法，旨在探索如何通过良好的外部法律制度建设以及内部治理结构与治理机制的完善规避由于大股东与上市公司的非公允关联交易而对公司利益相关者造成的利益侵害。

6. 公司治理中的独立董事制度的研究。建立独立董事制度是我国完善法人治理结构、保护中小投资者利益的重大制度创新。各国对于独立董事治理效果的研究由于样本不同、研究方法的不同形成了不同的结论。我们认为，应采用我国上市公司面板数据，从独立董事职能出发，关注于独立董事监督效果的实证研究；采用规范研究方法从独立董事选聘、独立董事激励、独立董事决策与监督、信息保障以及独立董事责任与风险控制等视角探讨独立董事的运作机制。

7. 董事会治理效率与业绩评价机制研究。董事会作为公司治理机制的重要组成部分,对公司的运作负有最终责任,其治理效率直接关系到公司业绩和利益相关者的利益。目前关于董事会的研究大多集中于董事会特征与公司绩效关系的实证研究,本论文集对于董事会部分的研究将深入到决定董事会治理质量因素的研究、董事会治理效率的研究以及董事会治理绩效的评价等方面。

8. 上市公司信息披露及其监管问题由于上市公司的所有权与经营权相分离,公司内部经理人员与其他利益相关者之间存在信息不对称。为了减少信息不对称及其对利益相关性者的损害,各国都要求上市公司向其他利益相关者和观众披露公司信息。但是由于一些公司信息披露不及时、不全面、不真实导致公司治理失效。我们应比较分析不同国家信息披露的监管模式,提出建立健全我国上市公司信息披露有效监管机制的对策。

9. 公司治理风险的预警与监控问题研究。目前国内外大量公司治理风险事件的发生或者使得公司破产倒闭,如美国安然、世通以及帕玛拉特等;或者使得投资者的利益严重受损,如国内的原科龙系、德龙系、三九集团等。因此,在公司治理实践中迫切需要建立公司治理风险预警系统,以便对公司治理的风险进行即时的预警与监控,规避风险事件的发生,确保上市公司的稳定发展以及投资者的利益。目前国外已有部分学者或者机构对公司治理的风险进行了研究,如布朗斯威克(Brunswick)、澳洲个人健康保险管理委员会(PHIAC)等,我国大陆学者对风险的研究多数集中于管理风险如财务风险、营销风险等,而没有针对公司治理建立风险预警指标体系与预警模型。因此,极有必要基于公司治理实践的需要,结合我国上市公司的治理环境,采用规范分析与实证分析的方法,建立公司治理风险预警的理论指标体系,促进上市公司通过治理结构以及治理机制的建设与完善规避治理风险。

10. 上市公司社会责任研究。20世纪80年代末以来,掀起了

一场广泛的、涉及公司法基本原理的公司管制的大讨论，其主要焦点围绕着公司股东、董事、监事、职工、债权人以及其他利益相关者的利益关系，涉及如何重新认识股东的法律地位、公司经营决策与执行、公司的社会责任等基本问题。目前公司应履行社会责任已经成为共识。对于社会责任的研究包括社会责任的内容、履行社会责任对公司绩效的影响以及企业社会责任评价等，通过这方面的研究，以期引导上市公司有效履行社会责任。

三、《公司治理研究文丛》的组编出发点

《公司治理研究文丛》是由山东省人文社科研究基地——山东大学公司治理研究中心组编，国家 985 哲学社会科学研究基金项目支持。山东大学公司治理研究始于 20 世纪 90 年代初，在国内较早开展现代公司治理与组织管理研究并获得一批在学术界引人注目的成果。山东大学公司治理研究中心 2006 年被批准为山东省人文社科强化研究基地。中心现已与美国辛辛那提大学管理学院、加拿大阿尔伯塔大学商学院、荷兰阿姆斯特丹大学、芬兰瓦萨大学等开展国际合作研究。近三年来，山东大学公司治理研究中心成员承担国家自然科学基金、国家社会科学基金项目 6 项、省部级项目 21 项，承担国际合作项目 4 项。中心曾为海信集团、山东高速集团、将军集团等十余家大型股份公司或企业集团进行公司治理方案设计。《公司治理研究文丛》组编的首批著作均是该中心成员的研究成果。当然，该文丛是开放式理论研究平台，我们将遴选国内外学者研究公司治理最新成果，反映公司治理理论研究、政策研究的最新成就。一方面我们适应国际经济一体化的潮流，逐步实现现代公司治理研究范式的规范化、国际化；另一方面直面我国改革开放的丰富实践，推动公司治理理论的广泛应用，促进我国公司治理的优化。这就是我们组编这套文丛的出发点。

徐向艺

2008 年 6 月 17 日

序

传统的公司治理理论是建立在西方现代公司制企业所有权与经营权两权分离基础上的，由于英美等国的上市公司股权分散，股东普遍存在“搭便车”现象，因而需要一种规范的制度安排来约束公司经理人的私利以保证全体股东财富最大化。然而，近期的研究表明，新兴市场上的上市公司股权普遍集中，使得传统意义上的股东与经理人之间的利益冲突转化为大股东与中小股东、债权人等利益主体的冲突，股权结构优化成为改进公司治理绩效的关键所在。目前我国上市公司的股权分置改革已经基本完成，股改后股权集中度和股权构成都将发生较大变化，改革后的新股权结构如何影响公司治理将成为国内学者进一步的研究重点。

张立达博士写的这部由博士论文修改而成的《上市公司资本结构与公司治理绩效关系研究》选择资本结构与公司治理绩效关系问题为研究对象，具有较强的理论意义和应用价值。作者在充分梳理国内外现有文献的基础上，从大股东与小股东利益、经理人私有收益、债权人破产保护机制出发，论证了负债融资对于改进公司绩效、抑制大股东对小股东利益侵占所具有的治理效应，得出了资本结构非对称条件下的债权治理功能缺失的基本假说。作者以公司负债融资的治理效应为主线，构建了公司治理、股权结构、债务结构和公司绩效的互动模型，并经过2SLS检验证明上市公司资本结构与公司绩效关系具有显著的“内生性”，发现财务杠杆与公司价值符合“倒U型”关系。

作者尝试按统计模型回归拐点的分组方法对股权结构与公司绩效关系进行了实证分析,得出了一些较有价值的研究结论。本书的研究成果及政策建议对通过优化资本结构来改善中国上市公司治理质量具有重要的参考价值。

总体上看,该书结构严谨,资料丰富,逻辑清晰,论证合理,研究方法具有一定的创新性,研究结论可靠,写作规范,表明作者具有扎实的管理理论知识和较强的独立科研工作能力,文章可以对引入其他治理变量情况下模型的显著性和稳定性问题继续深化研究。该书是作者精益求精的一部著作,值得一读。

是为序。

徐向艺

2008年10月于山东大学

前 言

对于资本结构与公司绩效关系问题的研究始于 20 世纪 50 年代。当时最有影响的研究成果是莫迪利安尼和米勒 (H. Modigliani & M. H. Miller) 的《资本成本、公司财务和投资理论》一文,并以著名的 MM 模型奠定了现代资本结构理论的基础。此后,西方金融经济学家从不同角度提出了一系列基于资本市场现实环境的新模型,如平衡理论、委托代理成本理论、优序融资理论等。然而这一课题经过了几十年的研究也没有对公司资本结构与绩效的关系给出一个比较满意的答案。詹森和麦克林 (Jensen and Meckling, 1976) 将契约理论和以此为基础的代理理论引入到资本结构研究中,从公司治理角度对资本结构与公司绩效关系进行了研究,发现债务合约能迫使经理遵守承诺在未来支付现金流量,降低自由现金流量的代理成本,进而改进公司绩效。由于公司资本结构的选择对公司治理效率具有重要的影响,因此,资本结构与公司绩效之间的关系问题以及如何设计最优资本结构来提高公司治理绩效问题成为学术界研究的重点。

然而,近期的研究表明,新兴市场上的上市公司股权普遍集中,使得传统意义上的股东与经理人之间的利益冲突转化为大股东与中小股东、债权人等利益主体的冲突,股权结构优化成为改进公司治理绩效的关键所在。尤其是处在经济转轨时期的中国资本市场,在资本结构和公司治理方面存在的弊端更为突出:国有上市公司“一股独大”,普遍存在着股权融资偏好,再加之中国资本市场长期存在的股权分置和信息不对称,导致虚假信息披露、大股东资金占用、违规担保、关联交易、超常股利分派等上市公司大股东侵占中小股东利益的现象频频出现,成为中国上市公司治理面临的主要问题。因此,本书的研究意义在于,从公司治理的内涵上认识和把握资本结构与公司绩效的关系,以公司负债融资的治理效应为主线,通过构建公司治理、股权结构、债务结构和公司绩效的互动模型对上市公

司做系统的统计分析,探寻对上市公司大股东的有效治理机制,以达到优化上市公司资本结构,遏制大股东对中小股东合法权益掠夺和保护债权人及其他利益相关者权益之目的。

本书由7章组成。第1章是绪论部分,该章在阐述本书的研究背景、目的和意义基础上,对资本结构、公司治理和公司绩效进行了概念界定,阐明了研究思路和研究方法、论文结构框架和创新之处。第2章是资本结构与公司治理的理论基础,在阐明公司治理内涵和资本结构、公司治理与公司绩效之间内在联系的基础上,基于金融契约理论背景下的一个离散博弈模型,对大股东、经理人和债权人在公司融资决策中的博弈过程进行了扩展性分析,集中讨论了债务融资在约束经理人和制约大股东方面所具有的治理作用,并由此归纳出公司财务杠杆治理效应的作用机制。第3章是相关文献回顾与评述,分别对影响公司股权结构、债务结构和公司内部治理因素的相关文献做了较为系统的文献回顾与评述,为本书后续的模式构建和统计分析指明方向。第4章是统计模型构建与变量设计,在分析有关债权治理实证研究存在问题的基础上,提出本书基于股权结构、债务结构、公司内部治理和公司绩效的总体实证模型框架,并对模型中的主要变量做出定义和描述性统计分析。第5章是单方程OLS(普通最小二乘法)实证结果与分析,对第4章提出的实证模型依次进行单方程的回归分析,并对公司内部治理变量做了因子分析,最终确立了公司绩效、股权结构和债务结构方程的显著性,为下一章的联立方程组构建奠定基础。第6章是联立方程2SLS(两阶段最小二乘法)实证结果与分析,对第5章提炼出的方程组进行联立识别和Hua sman 检验,并运用两阶段最小二乘法对联立方程作了回归分析和样本的分组估计,以检验不同股权性质下的公司治理绩效差异,为下一章的对策建议提供了实证支持。第7章是基本结论与对策建议,在本书主要结论的基础上,提出有针对性的有助于优化上市公司资本结构和改进公司绩效的对策建议,并结合研究存在的不足和局限对未来研究做出展望。

本书的理论演绎和实证分析结果显示,中国上市公司的股权结构、债务结构与公司绩效之间关系具有显著的“内生性”特征,而公司内部治理总体效率低下,与其他变量之间缺乏互动,表现出明显的“外生性”特征。由于中国上市公司的股权集中存在普遍性,大股东更倾向于通过增发新股和更多地使用短期负债来为公司进行融资,从而弱化了负债融资的治理效率,导致上市公司严重的债权治理功能缺失和公司治理的低效率。

进一步的分析表明，国有股集中是导致上市公司股权集中和大股东控制的根本原因，由于在国有第一大股东的公司中，仍然存在着相当程度的“政企不分”，相对于其他公司，它们在市场短缺资源的获取、占用和调配方面处于优势地位，能够充分利用其政府职能的“垄断性”为企业谋取利益。而且，国有第一大股东出于提高公司价值的目的，会以更高的股权集中度来获得这种“优势”，从而加大了上市公司的股权集中程度，不利于上市公司股权结构质量的整体改善。

本书认为，要提高中国上市公司治理绩效，应从上市公司质量及其外部依存的法律制度环境等多方面入手加以完善。第一，在建立健全上市公司治理准则的同时，要改善公司的内部治理结构，积极改革董事会的组成及其运作机制，在董事会中适当安排一定数量的债权人代表和职工代表参加，完善独立董事制度，在董事会制度安排上进行创新，同时进一步提升监事会的地位，扩大监事会的职权范围，以实现治理制度的多样化和多重均衡。第二，优化上市公司股权结构，积极推进上市公司股权结构的合理化，实行分散的股权结构，增大一般法人和机构投资者在流通市场上的比重，适当分散过于集中的股权，用分散的股权制约大股东的利益侵占行为，使其更加注重中小股东的利益，从而推动上市公司完善其法人治理结构。第三，拓展公司债务融资渠道，积极推进企业债券市场发展，实现债务融资对上市公司的硬约束，并通过规范企业破产法规和破产退出机制，实现债权人在公司治理中的相机控制。第四，完善股票市场法规体系，加大对上市公司监管力度，限制行政性垄断行为，改善上市公司运行的市场环境，促进市场的公平竞争，从而实现资本市场资源的有效配置。