

● 本书是国家自然科学基金项目“股东—债权人利益冲突与企业投资行为研究”（项目批准号70272003）的研究成果之一

[会计学论丛]

融资结构与企业投资： 基于股东—债权人冲突的研究

Accounting
Monographs

**FINANCING STRUCTURE AND
FIRM INVESTMENT:**

RESEARCH BASED ON
STOCKHOLDER-BONDHOLDER CONFLICTS

童盼 / 著



北京大学出版社
PEKING UNIVERSITY PRESS

- 本书是国家自然科学基金项目“股东—债权人利益冲突与企业投资行为研究”（项目批准号70272003）的研究成果之一

融资结构与企业投资： 基于股东—债权人冲突的研究

Accounting
Monographs

FINANCING STRUCTURE AND
FIRM INVESTMENT:

RESEARCH BASED ON
STOCKHOLDER-BONDHOLDER CONFLICTS

童盼 / 著



北京大学出版社
PEKING UNIVERSITY PRESS

图书在版编目(CIP)数据

融资结构与企业投资:基于股东—债权人冲突的研究/童盼著. —北京:北京大学出版社, 2007. 4

(会计学论丛)

ISBN 978 - 7 - 301 - 12044 - 6

I. 融… II. 童… III. ①上市公司—融资—研究—中国 ②上市公司—投资—研究—中国 IV. F279.246

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2007)第 053584 号

书 名: 融资结构与企业投资:基于股东—债权人冲突的研究

著作责任者: 童 盼 著

责任编辑: 王花蕾

标准书号: ISBN 978 - 7 - 301 - 12044 - 6/F · 1588

出版发行: 北京大学出版社

地 址: 北京市海淀区成府路 205 号 100871

网 址: <http://www.pup.cn>

电 话: 邮购部 62752015 发行部 62750672 编辑部 62752926

出版部 62754962

电子邮箱: em@pup.pku.edu.cn

印 刷 者: 北京宏伟双华印刷有限公司

经 销 者: 新华书店

650 毫米 × 980 毫米 16 开本 9.75 印张 155 千字

2007 年 4 月第 1 版 2007 年 4 月第 1 次印刷

印 数: 0001—3000 册

定 价: 19.00 元

未经许可,不得以任何方式复制或抄袭本书之部分或全部内容。

版权所有,侵权必究

举报电话:010 - 62752024 电子邮箱: fd@pup.pku.edu.cn

作者简介

童盼



童盼，女，浙江人，北京工商大学教授。2004年6月毕业于北京大学光华管理学院，获管理学（会计学）博士学位。2004年9月至2006年9月，在中国人民大学工商管理博士后流动站从事博士后研究。主要研究领域为上市公司投融资行为、资本市场会计审计问题和保险会计。在《经济研究》、《管理世界》、《会计研究》、《审计研究》等学术期刊上发表论文十余篇，曾获北京大学优秀博士学位论文、中国会计学会年度优秀会计学术论文等奖项。

内 容 简 介 ▼

本书结合中国资本市场和上市公司的制度背景，从股东—债权人冲突的角度研究了公司财务中一个经久不衰的话题——融资结构与投资行为。本书从我国企业有别于西方企业的特殊的融、投资环境及公司治理结构入手，采用模拟与多元回归分析相结合的方法考察了融资结构对企业投资行为的影响及其决定因素，并从负债融资与投资规模、负债类型与投资规模以及负债融资与投资波动三个方面对该问题进行了深入探讨。此外，本书还讨论了股权结构对融资结构与投资之间关系的影响。

策划编辑：朱启兵
责任编辑：王花蕾
封面设计：耀午书装
010-84473188



童盼博士的著作《融资结构与企业投资——基于股东—债权人冲突的研究》即将由北京大学出版社出版,这是我等了近两年的消息。作者希望本人为该书写上几句话,以为序。

自 1958 年 MM 理论创立以来,资本结构及其对企业投资行为的影响始终是公司财务研究的一个重要方向。在过去的十多年里,我国公司财务研究,包括资本结构和投资行为研究,无论在广度还是深度上都取得了长足的进步。但是,关于资本结构对企业投资行为影响的研究,多停留在总体研究的层面,结合中国资本市场和上市公司制度背景进行研究的尚不多见。五年前,我和童盼在讨论她的博士论文选题方向时,发现了这一值得深入研究的领域,并鼓励她完成了该项研究。

应该说,融资结构对企业投资行为研究,在西方已经有了相当丰富的文献积累。西方学术界的研究主要集中在两个方面:一是理论研究,即基于委托代理(具体为股东—债权人冲突)理论和负债相机治理作用理论,采取规范分析的方法,建立理论模型,研究融资结构对企业投资行为的影响;二是模拟研究,即运用模拟的方法,考察股东—债权人冲突对企业投资决策的影响。从表面上看,留给我们的研究余地似乎已经不多了。但事实上,中国的资本市场和上市公司制度背景的特殊性,意味着上述问题与西方国家不尽相同。例如,我国上市公司的股权集中度很高,国有控股的上市公司众多,上市公司董事(除独立董事外)多为大股东委派,诸如此类的公司治理特征,可能意味着我国上市公司融资结构对投资行为的影响有不同于西方的特殊性;我国上市公司的银行借款,多来自于国有商业银行,银行的国有性质使得我国上市公司股东(及经理)与债权人利益冲突的具体特征不同于西方国家;我国上市公司债券融资较少,而商业信用负债融资则比例甚高,意味着债权人角色结构与西方不尽相同。童盼的研究正是注意到了我国资本市场和上市公司的这些特殊性,因而至少在以下三个方

面丰富和发展了国内外该领域已有的研究:

第一,从股东—债权人冲突角度出发系统研究了融资结构对企业投资行为的影响及其决定因素,并从负债融资与投资规模、负债类型与投资规模以及负债融资与投资波动等三个方面进行了深入探讨,除了一些与西方同类研究一致的基本研究发现之外,还发现:我国上市公司商业信用负债较银行借款对投资的影响更为敏感;短期负债也有代理成本,滞后一期的短期资产负债率与投资规模负相关;不同项目风险的企业,长、短期负债对投资的影响程度不同,低项目风险的企业长、短期负债与投资之间的负相关程度更大。

第二,采用模拟与实证研究相结合的方法研究股东—债权人冲突对投资行为的影响,这在以往同类问题的研究中比较少见。两种方法的结合使用,可以互相补充、互相印证,从而使研究结论更加可信,还有助于推动此类问题研究方法的改进与创新。

第三,考察了我国上市公司独特的股权结构下,融资结构与投资之间的关系,发现低流通股比例的公司,负债比例与投资之间的敏感度大于高流通股比例的公司,即资产负债率上升一定比例,非流通股股东会比流通股股东放弃更多的投资。

最近,欣闻童盼博士已被北京工商大学聘为会计学院的教授,这是对其过去研究努力的最好回报。但是,学术研究不同于程序化工作之处,就在于一项研究工作的完成往往并不意味着抵达终点,充其量相当于远足时的中途歇脚。诚如作者在本书末尾指出的那样,在本书交稿之际,发现尚有许多问题有待进一步的研究。因此,希望年轻的童盼教授能够一如既往地热爱学术研究,继续深入研究那些在本书中尚未解决的问题,向读者奉献更高质量的研究成果。我深信她一定会做到!

春耕耘,秋收获。与童盼博士共勉之。

陆正飞

2006年秋于北京大学



前言

在代理理论中,企业被认为是一组契约的联结,诸多利益相关者之间明示或暗示的契约引导着企业的行为。当然,这些利益相关者之间由于目标的不同,产生了这样那样的冲突,尤其是存在委托—代理关系的情况下,这些冲突表现得尤为严重。如何妥善解决这些冲突是公司治理关注的核心问题。在企业中,三种冲突所引起的代理问题受到了人们的广泛关注:股东—经理冲突、股东—债权人冲突和控股股东—小股东冲突。

记得在 2002 年末我选择博士论文题目时,国内关于股东—经理冲突的研究很多,而控股股东—小股东冲突的研究也已经兴起。但是关于股东—债权人冲突的研究却相对匮乏。经过与导师的沟通,我准备选择股东—债权人冲突这一相对冷门的视角来研究公司财务中一个比较热门的话题——融资结构与投资行为。当初选择这个题目时有些惴惴不安,抱着试一试的态度,甚至还有研究不下去再换题目的打算。令人欣慰的是,我没有半途而废。经过三年的努力,我终于完成了对该问题的初步探讨。

在股东—债权人冲突的研究中,一般假设股东和经理利益是一致的,但在实际中,尤其是中国的实践中,这一假设显然会引起人们对研究结果的极大质疑。实际上这一问题也同样困扰着国外的研究者,国外关于股东—债权人冲突的研究也主要采取理论模型推导和模拟研究的方法,而利用资本市场数据作经验研究的文献相对较少。如何在研究设计中处理好这一问题是论文写作面临的重大挑战。

本书是我关于这一题目思考和努力的最终成果。秉承先生“文章细做,小题大做”的思想,我运用模拟与多元统计回归等多种方法,从不同侧面来考察股东—债权人冲突下,融资结构对企业投资的影响。首先,通过模拟运算分析股东—债权人冲突对企业投资决策的影响。然后,运用资本市场数据从负债融资与投资规模、负债类型与投资规模及负债融资与投

资波动三个方面进一步检验模拟运算的结果。最后,由于我国上市公司股权结构的特殊性,我还分析了股权结构对融资结构与投资之间关系的影响。

本书的主要研究发现有:(1)模拟结果表明,现金流固定的无风险项目使财富由股东向债权人转移,所以,典型企业会放弃这一投资项目。而且项目现金流波动幅度及企业所得税税率与投资额正相关,资产负债率则加大了股东—债权人冲突引起的投资不足的程度。(2)我国上市公司数据的实证结果表明,企业滞后一期的资产负债率越高,则当期投资越少,而且两者之间的敏感度受项目风险的影响,相比较而言,低项目风险企业比高项目风险企业的投资额随负债比例上升而下降得更快。(3)商业信用对总资产的比例与投资之间的敏感度大于银行借款对总资产的比例。而且商业信用与银行借款对投资的影响也因企业项目风险的不同而有所差异,项目风险较小的企业,投资额随着商业信用对总资产比例与银行借款对总资产比例的上升而下降得较快。(4)我国上市公司的短期负债也有代理成本,滞后一期的短期资产负债率与投资规模负相关。此外,长、短期负债对不同项目风险的企业投资的影响程度不同,低项目风险企业的长、短期负债与投资之间的负相关程度更大。(5)剔除现金流与销售波动对投资波动的影响后,资产负债率越高的企业,投资波动幅度越大。(6)流通股比例低的公司,负债比例与投资之间的敏感度大于流通股比例高的公司,即资产负债率上升一定比例,非流通股股东比流通股股东放弃更多的投资。

股东—债权人冲突既是一个很有理论研究价值的领域,也是一个极具实际意义的领域。一方面,这个领域的研究成果相对较少,还有进一步研究的余地。另一方面,虽然由于历史和体制原因,目前我国企业股东与债权人之间的矛盾似乎并不十分突出,但随着企业及银行体制改革的深入,企业股东与债权人之间的冲突将日趋凸现,深入研究企业股东—债权人问题将具有重大的实践意义。应该说,本书只是基于股东—债权人冲突,对融资结构对投资行为的影响作了些初步研究,后续需要研究的内容还很多。另外,从方法上来讲,本文只是采取了模拟法和基于资本市场数据的经验研究法。在以后的研究中,如果能够引入一些新的研究方法,如心理

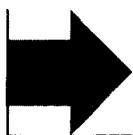
学、实验、实地调研等,将有助于研究的深入。

在北京大学出版社的大力支持下,本书终于与读者见面了。希望本书能够激发更多国内研究者对股东—债权人冲突的研究兴趣。

童 盼

2007 年春于世纪城

前 言	/1
第一章 导论	/1
第一节 研究背景	/1
第二节 研究思路	/3
第三节 研究方法	/4
第四节 研究内容	/5
第二章 文献回顾	/8
第一节 负债融资与企业投资	/8
第二节 投资的融资约束理论	/19
第三章 我国上市公司融、投资环境述评	/27
第一节 我国企业融、投资模式的变迁	/27
第二节 我国上市公司权益融资环境	/34
第三节 我国上市公司负债融资环境	/45
第四节 我国上市公司投资决策机制	/58
第四章 负债融资与企业投资:基于模拟的分析	/61
第一节 典型企业的财富转移	/61
第二节 影响因素分析	/68
第五章 负债融资与企业投资:基于资本市场数据的 实证分析	/74
第一节 负债融资与投资规模	/74
第二节 负债类型与投资规模	/92
第三节 负债融资与投资波动	/115
第六章 股权结构、融资结构与企业投资	/120
第一节 我国上市公司的股权结构	/120
第二节 理论假设	/122
第三节 实证检验	/125
结 论 创新及进一步研究的建议	/129
附录 1	/133
附录 2	/136
参考文献	/137
后 记	/143



图表目录

表 1-1	股票筹资额、银行贷款增加额与固定资产投资额的比例	(3)
表 3-1	1978—2002 年基本建设投资资金来源比重	(29)
表 3-2	上市公司与全国企业资产负债率比较	(30)
表 3-3	2002 年 A 股上市公司融资来源比重	(31)
表 3-4	截至 2002 年 6 月 30 日 A 股上市公司股权再融资次数	(35)
表 3-5	2002 年 A 股上市公司负债融资结构	(45)
表 3-6	国有银行贷款占总贷款的比例	(47)
表 3-7	样本公司董事会成员来源	(48)
表 3-8	1995—1999 年我国企业商业汇票发生额与金融机构 贷款余额	(50)
表 3-9	1986—2002 年我国企业债券发行额与股票筹资额	(56)
表 3-10	中国企业债券市场规模与美国比较表	(57)
表 3-11	2001 年上市公司总体股权结构	(59)
表 3-12	2001 年上市公司总体董事席位构成	(59)
表 4-1	典型企业参数取值	(62)
表 4-2	参数取值	(63)
表 4-3	项目 EBIT 标准差为 0 时的财富变化表	(67)
表 4-4	不同项目 EBIT 年度变动标准差下的财富变化表	(69)
表 4-5	不同资产负债率下的原有股东财富变化表	(71)
表 4-6	不同所得税税率下的原有股东财富变化表	(73)
表 5-1	处于各资产负债率(年初)区间的投资—资本存量 比例的均值与中位数	(75)
表 5-2	1999 年不同项目风险下处于期初各资产负债率 区间的投资额	(79)
表 5-3	803 家样本公司 Pearson 相关系数矩阵	(81)

表 5-4	模型(5-1)、(5-2)、(5-3)多元回归结果	(82)
表 5-5	900 家样本公司 Pearson 相关系数矩阵	(85)
表 5-6	多元回归结果	(86)
表 5-7	模型(5-4)各变量 Pearson 相关系数矩阵	(87)
表 5-8	模型(5-4)多元回归结果	(88)
表 5-9	模型(5-5)各变量 Pearson 相关系数矩阵	(90)
表 5-10	模型(5-5)多元回归结果	(91)
表 5-11	样本公司 L/A 、 B/A 简单统计值	(96)
表 5-12	样本公司分区间投资额均值与中位数	(97)
表 5-13	模型(5-6)各变量 Pearson 相关系数矩阵	(99)
表 5-14	模型(5-6)多元回归结果	(100)
表 5-15	模型(5-7)各变量 Pearson 相关系数矩阵	(101)
表 5-16	模型(5-7)多元回归结果	(102)
表 5-17	样本公司 SD 、 LD 简单统计值	(106)
表 5-18	样本公司分区间投资额均值与中位数	(107)
表 5-19	模型(5-8)各变量 Pearson 相关系数矩阵	(109)
表 5-20	模型(5-8)多元回归结果	(110)
表 5-21	模型(5-9)各变量 Pearson 相关系数矩阵	(112)
表 5-22	模型(5-9)多元回归结果	(113)
表 5-23	处于各平均资产负债率区间的 I/K 标准差的均值 与中位数	(116)
表 5-24	模型(5-10)—(5-13)回归结果	(117)
表 6-1	2000—2002 年我国上市公司股权结构	(121)
表 6-2	2002 年我国上市公司非流通股与国家股占总股本 比重分布	(121)
表 6-3	样本公司各变量描述性统计结果	(125)
表 6-4	根据 1999 年流通股比例分类的回归结果	(126)
表 6-5	根据 1998 年流通股比例分类的回归结果	(127)



第一章

导 论

第一节 研究背景

融资与投资是企业的两项基本财务活动,它们既相互独立,又休戚相关,是企业资金运动中不可分割的两个方面。融资解决企业发展中的资金来源问题,投资则是回答企业资金配置问题。一方面,任何投资项目的实施都要以充足的资金保障为前提,所以,企业在作出投资决策时要考虑企业的融资能力,企业融资能力的强弱直接关系到投资项目的选择与成败。另一方面,企业融得的资金并不是无偿使用的,都有一定的成本,所以,企业融资必须以企业投资需求为依据。

但是,理论界对于融资与投资间的关系却存在不同的看法。MM 理论认为,在完美资本市场(perfect capital market)上,投资独立于融资。但相反的观点却认为资本市场并不完美,信息不对称和代理问题的存在使得投资不能、也无法独立于融资。信息不对称与代理问题会提高外部资金的使用成本,使得留存收益、负债和发行股票等作为投资资金的来源并不是等价的,企业相应所需承担的资金使用成本也不相等。留存收益作为内部资金的一部分,它的资金成本一般较低,而各种外部资金的成本却相对较高。因为当企业通过银行信贷、企业债券或发行股票获得外部资金时,由于出资方不能及时、完整地掌握企业经营状况及投资机会的信息,企业往往会利用这种信息优势,做出有损出资方利益的行为,从而引起相关利益主体的矛盾冲突,最典型的两种冲突是股东—债权人冲突与股东—经理冲突。股东—债权人冲突对投资的影响主要表现在,在股东—经理利益一致,经理代表股东利益的情况下,为使股东财富最大化,经理会在投资决策时选择那些能够增加股权价值而减少整个企业价值的项目或放弃那些能够增加企业价值而减少股权价值的项目,从而产生过度投资或投资不足,损害债

权人及企业整体利益。股东—经理冲突对投资的影响则表现在,由于经理希望寻求高于市场水平的薪金、津贴和工资,因此,在企业拥有闲置资金时,经理会倾向于将多余资金投资于能够扩大企业规模的非盈利项目。一般来说,出资方会预见到企业的这种行为,在出借资金的时候会要求较高的资金回报或签订一些限制性条款,对企业的行为作出限制,从而增加了企业的资金成本。各种资金成本的差异以及不同融资结构带来的利益相关者之间利益冲突的大小必然会影 响企业的投资决策。那么,融资究竟会不会对投资产生影响,其影响又有多大?融资与投资之间的关系是否受股东性质的影响?本书试图为这些问题提供实证证据。

我国企业融资与投资之间的关系经历了多次变迁。在我国传统计划经济体制下,企业不是融资与投资决策的主体,投资所需资金主要来源于国家预算拨款,由政府统一安排,资金无偿使用,不需支付成本,应该说,当时并不存在真正意义上的企业自主融、投资行为。改革开放之初,虽然国家预算拨款逐步改为银行贷款,企业在融资与投资上也被授予了较多的决策权,但企业资金来源渠道单一在一定程度上限制了企业的投资行为,同时使得国有企业负债率直线上升。20 世纪 80 年代中期,直接融资方式(股票融资与债券融资)逐渐走入了一些国有企业,拓宽了企业的资金来源渠道。尤其是 20 世纪 90 年代初期深、沪证券交易 所的成立,使得企业融资渠道进一步拓宽,众多企业通过股票首次公开发行(IPO)与再融资(SEO)融得了大量的资金,资本市场直接融资在固定资产投资资金来源中的比重逐年上升^①(见表 1-1)。随着企业融资渠道的不断拓宽,企业在进行投资决策时就需要考虑企业的融资能力,权衡各种融资方式的融资成本,企业投资与融资间的关系也就逐渐密切了起来。

上市公司的融资与投资行为,尤其是上市公司从资本市场上募集资金的使用情况,备受关注。但统计数据表明,上市公司变更募集资金投向的情况较严重。2001 年沪市共有 115 家上市公司募集资金,而 2002 年就有 71 家 75 次披露募集资金变更投向公告,涉及金额总计 92.22 亿元,平均每家上市公司变更募集资金占全部募集资金的比例为 26.41%。为何上市公司如此频繁地变更募集资金投向?这是否与融资结构有关?

^① 2000 年后有所回落,2002 年股票筹资只满足了 2.92% 的固定资产投资资金需求,原因是 2002 年股票筹资额较 2000 年大幅下降,2002 年只有 2000 年的一半。

表 1-1 股票筹资额、银行贷款增加额与固定资产投资额的比例

年份	股票 筹资额 (亿元)	贷款 增加额 (亿元)	固定资产 投资额 (亿元)	股票筹资额 占固定资产 投资额的 比率(%)	贷款增加额 占固定资产 投资额的 比率(%)	股票筹资额占 贷款增加额之 和的比率(%)
1993	375.47	6 335.40	13 072.30	2.87	48.47	5.59
1994	326.78	7 216.62	17 042.10	1.92	42.34	4.33
1995	150.32	9 339.82	20 019.30	0.75	46.66	1.58
1996	425.08	10 683.33	22 913.50	1.86	46.62	3.83
1997	1 325.59	10 712.47	24 941.10	5.19	43.07	11.01
1998	841.52	11 490.94	28 406.20	2.96	40.45	6.82
1999	944.00	10 846.36	29 475.15	3.16	36.84	8.00
2000	2 117.07	13 346.61	32 917.70	8.68	38.30	13.69
2001	1 252.28	12 439.41	27 826.60	4.50	44.70	9.15
2002	961.74	18 475.01	32 942.00	2.92	56.08	4.95

注:股票筹资额包括 A 股 IPO 筹资额,A、B 股配股筹资额以及在中国香港特区、美国等地发行的 H 股和 B 股筹资额。

数据来源:中国证券期货统计年鉴(2003)。

在西方,学者们已对融资与投资之间的关系进行了大量的研究。但在我国,系统地研究融资结构与企业投资之间关系的文献尚不多见。本书研究的意义就在于,通过系统研究融资结构对企业投资行为的影响及其决定因素,一方面有助于对企业投资行为的理解,为减少歪曲的投资行为提供建议,促进资源的有效配置;另一方面,又可促进对资本结构的研究,为规范上市公司的再融资行为以及再融资资金的使用提供思路。

第二节 研究思路

本书将以中国上市公司为研究对象,考察融资结构^①对企业投资的影响。广义上,融资结构是指企业在取得资金时,通过不同渠道筹措的资金的有机搭配以及各种资金所占的比例。狭义上,融资结构就等同于资本结构,是指两种融资来源,即负债融资与权益融资的比例,一般用负债占总资

① 关于融资结构的定义很多,如 Terry S. Maness(1988)将其定义为企业运用负债、优先股、普通股等融资方式的组合比例关系;张维迎(1995)把它定义为企业各项资金来源的组合状况。

产的比例(资产负债率)表示。本书采用的是狭义的融资结构概念。负债融资指企业通过发行债券、银行借款、商业信用等方式从债权人处筹得资金,这种资金不能供企业永久使用,必须定期归还,有的还需支付利息。权益融资是指所有者投入的资本以及公司在经营过程中积累而形成的资本之和,这种资金在企业持续经营期内可永久使用。^①

为更好地描述融资结构与投资之间的关系,本书将按如下思路展开研究:首先,对我国上市公司的融资现状及投资决策机制予以描述,揭示我国上市公司融资结构的特点及各利益相关者(尤其是股东与债权人)与企业之间的关系,为之后的经验研究提供制度背景;接着,运用模拟的方法考察股东—债权人冲突对企业投资决策的影响,以及资产负债率、项目现金流波动幅度、企业所得税税率等因素对两者关系的影响;然后,运用资本市场数据实证检验负债比例对企业投资规模、投资波动的影响,以及不同负债类型(商业信用与银行借款、短期负债与长期负债等)对企业投资的影响,并寻找相关理论依据;最后,考察股权结构对融资结构与投资之间关系的影响。

第三节 研究方法

一般将理论研究方法分为两类,一是规范研究(normative studies),二是实证研究(positive studies)。规范研究运用逻辑推理的方法,或者用严格的数学证明的方法来证明一种假说,而实证研究则使用统计数据和计量模型来验证一种假说。本书主要运用实证研究方法来探讨融资结构对企业投资的影响。但对于企业投资行为,我们所能看到的只是它的结果,而无法预期当时的决策过程,为了更好地说明融资结构对企业投资的影响,我们用模拟的方法来反映股东—债权人冲突所引起的财富转移问题,并在此基础上,用资本市场的数据进行进一步的实证检验。具体来说,本书的研究方法有三种:

- (1) 描述性统计
- (2) 多元回归分析
- (3) 模拟

^① 参见于东智:《转轨经济中的上市公司治理》,中国人民大学出版社2002年版,第57页。