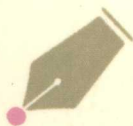


经济学文库

李红霞·著

融资结构与公司治理研究

Rongzi Jiegou Yu Gongsì Zhili Yanjiu



立信会计出版社

Lixin Kuaiji Chubanshe

经济学者文库

融资结构与公司治理研究

Rongzi Jiegou Yu Gongsi Zhili Yanjiu

李红霞·著

立信会计出版社

图书在版编目(CIP)数据

融资结构与公司治理研究/李红霞著. —上海:立信
会计出版社, 2004. 7

(经济学者文库)

ISBN 7-5429-1282-8

I. 融… II. 李… III. 公司-融资-研究 IV. F276.6

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2004)第 058893 号

出版发行	立信会计出版社
经 销	各地新华书店
电 话	(021)64695050×215 (021)64391885(传真) (021)64388409
地 址	上海市中山西路 2230 号
邮 编	200235
网 址	www.lixinaph.com
E-mail	lxaph@sh163.net
E-mail	lxzbs@sh163.net (总编室)

印 刷	立信会计常熟市印刷联营厂
开 本	850×1168 毫米 1/32
印 张	5.875
插 页	2
字 数	138 千字
版 次	2004 年 7 月第 1 版
印 次	2004 年 7 月第 1 次
书 号	ISBN 7-5429-1282-8/F·1169
定 价	13.00 元

如有印订差错 请与本社联系

序

该书是在李红霞同志的博士论文基础上补充修改而成的一本关于公司治理方面的前沿性学术专著。作者在广泛、深入研究的基础上,将企业融资问题与公司治理问题紧密融合,从融资结构的角度探讨了融资方式、融资结构与公司治理之间的相互关系,并着重研究了融资结构对代理成本的影响,这种研究表明作者具有较宽的学术视野和深厚的专业功底。

早期公司治理理论主要关注于“三会”之间相互制衡机制以及与经理层之间的关系,伴随着资本市场的理论和实践研究,公司治理理论现已得到了进一步的深化与发展,不同的研究者相继提出了以股东利益保护为核心的公司治理理论和以利益相关者为中心的共同治理理论等。目前,在西方发达国家,公司治理不仅表现为多种理论,而且也已经在实践上形成了较为成熟的运作方式,无论是英美市场主导型模式还是德日银行主导型模式,都可为中国企业融资方式、融资结构与公司治理提供理论依据和有益的借鉴。中国现处于转型经济条件下的一个新兴市场,但与国外发达的市场经济相比,我国公司治理的健全和完善仍有较大差距,不过国外的公司治理理论与经验还不足以完全适用于中国融资体制和公司治理的改革实践。基于上述情况,作者从金融理论的角度,基于融资结构对公司治理的影响,对公司治理的效率低下、股权融资偏好等问题进行了全面系统的分析,借鉴西方发达国家先进经验,并与英、美、日等国的融资模式和治理模式作了比较研究,与此同时,作

者还选取了近三年上市公司的数据来对融资结构与公司治理相关性进行了实证研究。故此项研究工作具有重要的理论意义与实践意义。

该书的一个显著特点是新与实,它向读者奉献了许多新的学术观点,如用图表的方式阐述了股东和利益相关者的主体利益、法律责任,提出了公司治理是一种指导和控制公司的体系;阐述了上市公司法人治理结构的调整与完善主要是国有股权问题,它提出了解决我国证券市场国有股和法人股的可流通权问题,不是简单的非流通股的大量减持,其中的关键是流通股权的改制;并建议按净资产值加对上市公司竞争力的估价来作为国有股、法人股和其他非流通股的转让价格。类似这样见解新颖和独到的观点还有很多,这些学术观点反映出年轻一代学者的敏锐思维,能够站在国际学术前沿来进行思考和探索。总之,这是一本具有开拓性、创新性和较高学术价值的研究成果,很值得一读。特此为序。

刘国成

2004年6月

摘 要

中国资本市场是处在经济转轨条件下的一个新兴市场,公司治理机制的健全和完善只是刚刚迈出实质性的一步,因此,上市公司治理不可避免地存在着诸多问题。另外,公司制企业融资方式和融资结构,也普遍存在着股权融资偏好和融入资金配置效率低下的问题,因而如何扩大融资渠道、变革融资方式、改善企业融资结构、完善公司治理,就成为一个极具理论意义和实践价值的研究课题。本书将企业融资结构与公司治理问题作为研究的主题,并结合我国上市公司融资结构与公司治理的特点,对我国上市公司融资结构作用于公司治理这一命题做出实证分析,为促进融资结构优化和公司治理的完善提出大力发展资本市场、提高资本市场资源配置效率的新观点。

任何企业融资结构和融资方式的选择都是在一定的市场环境背景下进行的。在特定的经济和金融市场环境中,加上不同类型国家的公司法、商法对外部投资者、特别是小投资者的保护程度有所差异,不同国家形成了各异的融资模式和所有权结构,进而产生不同的公司治理模式。本书采用理论与实证研究相结合的方法,系统地阐述融资结构理论及对美、日、德三国企业融资模式进行比较分析,目的是为我国企业融资方式的选择和公司治理的提高提供有益的借鉴。从公司治理机制看,公司治理包括内部治理机制和外部治理机制:内部治理的基本特征是以产权为主线的内在制度安排,其治理载体就是公司本身;外部治理则是以竞争为主线的

外在制度安排,其治理载体是市场体系。虽然公司内部治理和外部治理的侧重点各有不同,但是两者的关系不仅是相互依赖、相辅相成的,而且是互动的;片面地强调任何一方面,都不能达到有效的公司治理。在提供融资结构与公司治理的微观理论基础上,本书选取 1999~2001 年 211 家非金融行业上市公司的资料,详细分析我国上市公司融资结构对公司治理的影响。本书的研究有两个发现:(1) 有较高负债率的公司资产周转率和净资产收益率较高,这说明增加债务融资比例,可以降低股权的代理成本,有助于减少股东的利益向经理人转移。(2) 股权集中程度和企业的绩效不显著相关,控股大股东尤其是第一大股东,未积极关心企业资产效率的提高和公司代理成本的降低。实证结果还显示大股东为维护自己的私利而操纵公司,损害公众股东的利益。

最后本书提出稳定发展的资本市场是创造和培育良好的投资环境,完善公司融资结构和公司治理的重要外部治理机制;同时必须加强内部治理机制,提高我国公司治理的效率。

关键词 融资结构、融资模式、公司治理、代理成本、资本市场

Abstract

The Chinese capital market is still an emerging market in a transforming economy. The strengthening and completion of corporate governance mechanism there has only just started to make some essential progress. Hence, many problems inevitably come along with the corporate governance of the listed companies. On the other hand, problems like preference to financing through shareholder ownership and low efficiency in capital allocation are quite common. Thus such research topics as how to broaden ways of financing, change financing patterns, improve corporate financing structure and corporate governance would be both of theoretical and practical values. This book focuses on company financing structure and corporate governance, it combined the characteristics of Chinese listed firms' financing structure and corporate governance, empirically analyses the impact of Chinese listed firms' financing structure on corporate governance. The further development of the capital market would help to optimize the financing structure and improve corporate governance as well as increase the efficiency of capital market resource allocation.

There are always certain market environmental backgrounds for companies to choose corporate financing structure and means

of financing. With specific economic and financial market environment, together with different levels of protection provided to external investors, especially small investors, by Corporate Laws and Merchant Laws in different countries, each country has its own financing patterns and ownership structure and thus its specific corporate governance pattern. This book adopted a methodology combined theoretical and empirical study, systematically demonstrated financing structure theory, compared the corporate financing patterns of U. S. A. , Germany and Japan in order to provide beneficial references for Chinese firms to choose and to improve their corporate governance level. From the perspective of mechanism, corporate governance included internal and external corporate governance. The essential characteristic of internal governance is the internal institutional arrangement based on property ownership and the governing body is the firm itself. While external governance is the external institutional arrangement based on competition and the governing body is the market system. Although the internal and external corporate governance have their own emphasis, they actually support and complement each other and interact with each other. We can't achieve the optimal effect by emphasizing on any one side alone. After providing micro-theory about financing structure and corporate governance, this book conducted an empirical study on the impact of Chinese listed firms' financing structure on corporate governance. This study examines the impact of capital structure on agency costs in 211 non-financial Chinese listed firms for the period 1999 ~ 2001. There are two main findings. (1) Firms with high debt to asset ratio have high ratio of annual sales to to-

tal assets and high ratio of return-on-equity. If a firm has a high debt to asset ratio, creditors are much more concerned about the payment of interest and repayment of principal and will have incentives to monitor the firm. Thus, a capital structure with high debt decreases agency costs. (2) Positive and significant correlation is identified between ownership concentration and the return-on-equity ratio. This is because the largest shareholders have a strong interest in firm performance and therefore a high ability to reduce agency costs. Our empirical results further illustrate that firms have inclination of refinancing through stock market and harm small shareholders' interest.

At the concluding part, this book suggested that the stable development of capital market is the important external governance mechanism that guarantees the creation and cultivation of a thriving book investment environment, optimal company financing structure and corporate governance. Also attention needs to be paid to enforce internal governance to increase the efficiency of our corporate governance.

Keywords: financing structure; financing patterns; corporate governance; agency costs; capital market

目 录

第一章 绪论	1
1.1 问题的提出	1
1.1.1 研究背景	1
1.1.2 中国上市公司治理的发展概况	3
1.2 本书研究的目的和意义	5
1.3 国内外研究现状及评述	7
1.3.1 国外研究现状	7
1.3.2 国内研究现状	10
1.3.3 国内外研究现状评述	13
1.4 本书的研究方法和内容	15
1.4.1 研究的主要方法	15
1.4.2 研究的主要内容	16
第二章 融资结构、公司治理与委托代理关系	20
2.1 企业融资中的委托代理关系	20
2.1.1 融资结构的界定	20
2.1.2 企业融资中的委托代理关系问题	21
2.2 股权融资与公司治理	22
2.2.1 股权融资中的代理问题	22
2.2.2 股东与管理者之间代理问题的解决办法	25
2.3 负债融资与公司治理	27

2.3.1	负债融资中的代理问题	27
2.3.2	股东与债权人代理问题的解决办法	33
2.4	财务契约的设计与代理成本	35
2.5	本章小结	38
第三章	融资结构理论与模式的比较	41
3.1	融资结构理论的简要回顾与评价	42
3.1.1	融资结构理论中的MM定理	42
3.1.2	融资结构与代理成本	44
3.1.3	融资结构与信息不对称理论	46
3.1.4	融资结构与企业控制权理论	49
3.1.5	融资结构与融资时机假说	50
3.2	美、日、德融资模式的比较	51
3.3	借鉴国外做法,调整我国企业融资方式	58
3.3.1	建立和完善企业内部融资机制	60
3.3.2	调整 and 选择银企关系	60
3.3.3	培育与发展资本市场	62
3.3.4	完善公司治理	64
3.4	本章小结	65
第四章	公司治理机制与治理模式	67
4.1	公司治理的涵义	67
4.2	公司治理机制	71
4.2.1	内部治理机制	71
4.2.2	外部治理机制	79
4.3	公司治理模式的国际比较	86
4.3.1	英美治理模式	86
4.3.2	德日治理模式	91

4.3.3	中国公司治理模式·····	95
4.3.4	公司治理模式比较·····	103
4.4	本章小结·····	106
第五章	上市公司融资结构与公司治理的实证分析·····	108
5.1	上市公司融资结构分析·····	108
5.1.1	平均资产负债率偏低·····	108
5.1.2	负债结构不合理,长期负债偏低·····	111
5.1.3	股权结构过度集中与不流通·····	113
5.2	上市公司治理问题·····	114
5.2.1	上市公司股权的代理成本高·····	114
5.2.2	独立董事地位有待提升·····	117
5.2.3	上市公司外部治理机制滞后·····	118
5.3	上市公司融资结构对代理成本的影响分析·····	119
5.3.1	样本和方法·····	120
5.3.2	实证结果·····	122
5.3.3	解决潜在的内生性问题·····	125
5.3.4	实证结论·····	128
5.4	本章小结·····	130
	案例一 国内最大规模的股份回购案例——申能股份·····	130
	案例二 国有股配售试点案例——黔轮胎和中国嘉陵·····	137
第六章	上市公司融资结构优化与公司治理完善·····	141
6.1	资本市场与融资结构的调整思路·····	141
6.1.1	建立股票市场全流通机制的建议·····	143
6.1.2	推动企业债券市场发展的建议·····	146
6.1.3	建立多层次资本市场体系·····	149
6.1.4	健全资本市场法规体系和相关政策·····	151

6.2	资本市场与公司治理的完善	153
6.2.1	大力发展机构投资者的建议	154
6.2.2	完善上市公司退出机制规范并购市场的建议 ...	155
6.2.3	完善信息披露制度提高资本市场的有效性 建议	156
6.3	完善内部治理机制的建议	156
6.3.1	健全股东投票权机制	157
6.3.2	完善独立董事制度	158
6.3.3	完善企业经营者的约束与激励机制	160
6.4	信息披露与公司治理的改善	161
6.4.1	上市公司信息披露制度的发展状况	161
6.4.2	上市公司治理信息强制性披露的局限性	163
6.4.3	提高上市公司自愿性信息披露的质量	164
6.5	本章小结	167
参考文献.....		168
致谢.....		176

第一章

绪 论

1.1 问题的提出

1.1.1 研究背景

20 多年的以市场为导向的经济体制改革,已经创造出具有较高程度自主权的经济主体。特别是从 1994 年 7 月《中华人民共和国公司法》(以下简称《公司法》)实施后,大多数国有大中型企业已经进行公司化改造,部分已在国内和国外股票市场上市,截至 2004 年 4 月底,在中国沪、深证券交易所上市的公司已达 1 314 家,股票市价总值 45 805 亿元,流通市值 14 368 亿元。这些数字表明,上市公司已经在社会主义经济建设中发挥了重要作用。然而,由于目前中国上市公司大部分系由国有企业转制而来,中国资本市场乃处在经济转轨条件下的一个新兴市场,公司治理机制的健全和完善只是刚刚迈出实质性的一步,因此,上市公司治理不可避免地还存在着诸多问题。例如,“内部人控制”、“所有者缺位”、“经营者激励与约束”等公司治理问题的存在,使公司治理效率低下。其中,股权结构不合理,“一股独大”是产生上述问题的一个重要原因。另一方面,在公司治理方面表现出效率低下的同时,公司制企业融资方式和融资结构方面,也普遍存在着股权融资偏好和

融入资金配置效率低下的问题。在对外筹集资金方面,我国上市公司普遍具有股权融资偏好,表现在融资首选配股或增发。如果不能如愿,则改为具有延迟股权融资特征的可转换债券,设置宽松的转换条款,促使投资者转换,从而获得股权资本;不得已才实施债务融资,而在债务融资中又首选短期贷款,长期贷款位居最后。也正是上市公司的这种股权融资偏好造成了我国上市公司资产负债率普遍偏低,而且长期负债少,甚至没有长期负债的现状。鉴于此,扩大融资渠道、变革融资方式、改善企业融资结构、完善公司治理,也就成为当前我国国有企业改革中极为迫切和亟待解决的问题。尽管我国学者从理论与实践两个方面对这些问题进行了广泛的探讨,并从宏观经济政策方面提出了众多解决问题的政策性建议,但是,我国股份制企业运行中仍然存在上述问题的现实表明,无论是在理论研究的深度和广度上,还是在政策建议实施效果方面,目前的研究还存在着一定的不足。

国内外理论与实证研究都表明,公司治理的有效性在很大程度上取决于融资结构。因为债权人的索取权和股东的索取权之和总是等于公司期末的价值,^①而股东和债权人在控制权上是相区别的。特别是当股权集中时,大股东有积极性去搜集有关企业的信息并监督经理,在某些情况下,大股东有足够的投票权对经理施加压力甚至通过代理人争夺战和收购来罢免经理(Shleifer & Vishny, 1986)。因此,公司融资结构是公司各利益相关者特别是所有者和管理者之间博弈的结果,是公司治理安排的核心内容。换句话说,真正有效的公司治理还包含着融资结构的选择和安排。按此思路,笔者通过融资结构与公司治理存在内在的逻辑联系,探索公司治理的融资结构解决方案,这也是本文探讨公司治理问题

① 参见 Stephen A. Ross, Randolph W. Westerfield & Jeffrey F. Jaffe, *Corporate Finance*, 6th edition. 机械工业出版社 2002 年版,第 5 页。

的基本出发点和选题的初衷。通过融资结构的优化实现公司治理的改进和治理绩效的提高,也就是所谓公司治理的金融观。本书从金融理论的角度,基于融资结构对公司治理的影响,对公司治理效率低下、股权融资偏好等问题进行全面系统的分析提供了理论基础,并选取上市公司的数据对融资结构与公司治理相关性进行实证研究。因此,建立在这种基础之上的研究是非常具有理论与实践的现实意义的。

1.1.2 中国上市公司治理的发展概况

上市公司是证券市场的基础,而公司治理是上市公司的基础,公司治理的状况,从根本上决定着上市公司的质量和发展水平。1990年,中国证券市场正式诞生。10多年来,中国上市公司治理机制经历了一个从摸索到逐渐规范的过程。因此,上市公司治理健全与否,是决定中国证券市场能否健康发展的基本条件,是决定中国经济与金融改革能取得成功的关键因素,也是中国发展具有国际竞争力的现代企业、迎接经济全球化和新技术革命挑战的前提。

1992年5月,原国家经济体制改革委员会发布《股份有限公司规范意见》,这是我国第一个关于股份有限公司的规范性文件,这一文件明确了股东大会、董事会、监事会及经理的权利和义务等,标志着我国上市公司法人治理结构开始向规范化迈步。从1993年中国共产党第十四届三中全会《中共中央关于建立社会主义市场经济体制若干问题的决定》,把国有企业的改革设定为建立现代企业制度起,特别是《公司法》出台后,公司制企业便逐渐成为我国企业的一种最重要的组织形式。从1997年中共十五大至今,在这一阶段,伴随着中国证券市场的蓬勃发展,上市公司治理问题逐步得到各方面的重视,上市公司治理机制的建设得到进一步加强。1999年9月召开的中国共产党第十五届四中全会的“决定”,