

2012年度贵州财经大学引进人才科研项目资助
贵州省哲学社会科学资助项目(项目编号13GZYB35)

公司理财制度基础研究

GONGSI LICAIZHIDU JICHU YANJIU

李成云◎著



中国出版集团



世界图书出版公司

2012年度贵州财经大学引进人才科研项目资助
贵州省哲学社会科学资助项目（项目编号13GZYB35）

公司理财制度基础研究

GONGSI LICAi ZHIDU JICHU YANJIU

李成云◎著

中国出版集团

世界图书出版公司

广州·上海·西安·北京

图书在版编目 (CIP) 数据

公司理财制度基础研究 / 李成云著. —广州: 世界图书出版广东有限公司, 2014. 8

ISBN 978-7-5100-8341-9

I. ①公… II. ①李… III. ①公司—财务制度—研究 IV. ①F276.6

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2014) 第 170524 号

公司理财制度基础研究

策划编辑 胡一婕

责任编辑 陈洁

封面设计 高艳秋

投稿邮箱 stxsclb@163.com

出版发行 世界图书出版广东有限公司

地址 广州市新港西路大江冲 25 号

电话 020-84459702

印刷 虎彩印艺股份有限公司

规格 787mm×1092mm 1/16

印张 16.75

字数 320 千

版次 2014 年 9 月第 1 版 2014 年 9 月第 1 次印刷

ISBN 978-7-5100-8341-9/F·0150

定价 58.00 元

版权所有 翻印必究

前 言

马克思主义原理告诉我们：“政治是经济的集中表现，经济是基础，政治是统帅，两者同时存在，共同起作用。”经济与政治密不可分，“企业已经步入政治竞争的时代”（爱泼斯坦，1969）。随着全球经济一体化趋势的加剧，政府或政府政策作为一种竞争工具，能拓展企业的外部生存空间，为企业创造一个对自己有利的竞争环境。传统上被认为是“纯经济”领域的企业经营管理，也具有了“政治理财”的重要特征。公司理财活动中所产生的各种利益相关者关系不仅表现为一定的利益关系，还表现为一定的政治关系，公司理财中客观上存在着政治行为。

新制度经济学一直强调制度对契约结构的决定性影响（Coase, 1937; Alchian, 1965; Demsetz, 1967; North, 1981 等），并重视制度环境对制度运行效率产生的影响。制度安排决定了选择的环境——选择集，选择是在相关的选择集中作出的，即使在相同的偏好下，面临不同选择集而做出的选择也会不同。任何契约的缔结或制度的制定，其过程都是利益各方博弈的结果，企业能够得以生存和发展的基础在于其理财行为的成功获利，而理财过程中建立起来的各种利益相关者关系的处理是理财行为成败的关键。人际关系的协调是制度最基本的功能，它提供对于别人行动的保证，并在市场经济这一复杂和不确定的世界中给予可期待的预期结果。1990 年代中后期，La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer 和 Vishny（以下简称“LLSV”）四位学者致力于应用金融经济学和计量经济学方法，分析和探究了法律和金融的关系、法律起源与金融发展、法系与金融发展、司法效率与金融发展、投资者保护与金融发展等法与金融宏观理论问题，以及法律与企业融资能力、融资成本，法律体制的质量与企业所有权和企业规模，投资者保护与企业公司治理、公司价值等法与金融微观理论问题。他们这种令人耳目一新的研究范式，被学界称之为“Law and Finance”。此后，LLSV 所倡导的“Law and Finance”研究浪潮成为近十年来财务学最前沿、最活跃的研究热点，众多国内外学者将国

别差异的研究思路与框架运用到一国内部不同地区间财务与会计问题的研究,取得了丰硕的成果。但是,目前的研究主要集中于投资者法律保护、所有权结构、非国有企业的融资、国有企业投资的非效率性及公司价值等经验检验方面,从整体上系统地针对公司理财制度基础的研究较少,而且因为运用“法与金融”研究视角的关系,现有对于制度的研究均侧重于外部制度方面。同时,在既定的外部政治关系下,公司内部制度环境对公司理财活动的效率和效果的研究也较少。因此,对于此课题的研究,首先,可以为我国“十二五”期间要坚持和完善的基本经济制度、行政体制改革、财税体制改革、金融体制改革、深化资源性产品价格和环保收费改革提供依据,具有深刻的政治意义和推进改革的现实意义;其次,在公司与政府间搭建一个可沟通的桥梁,为公司理财过程中处理好与政府的关系,实现资源的整合与共享,进而借助政府力量实现公司理财目标提供理论支撑;再次,为公司根据具体制度环境合理合法地采取不同的理财方式,协调各方理财关系提供了制度基础;最后,拓展了新制度经济学在公司理财领域的应用。

本书运用管理学、新制度经济学、政治经济学、立宪经济学、社会经济学等理论,采用文献研究法、描述性统计法、归纳法、比较法、博弈论方法、经济模型及案例研究等多种方法相结合,不仅从理论上系统地论证了非正式制度、企业内外各项正式制度对于公司理财的基础作用及影响机理,且从职工薪酬的视角对此进行了统计和案例的经验验证。除去导论和结束语,本书的研究主要体现以下六个方面:

第一,是对基础理论和理论基础的阐释。首先,从理财主体、理财对象、理财目标和理财基本原则等四个方面阐述了公司理财的涵义,以及从制度的定义、分类、功能及不同层级制度的相关关联性阐释了制度的基本涵义;其次,按照公司理财的主体、公司理财的环境、公司理财行为,公司理财关系及公司理财造成的负外部性等几个方面对于制度规制的需求,分类介绍了公司理财制度理论基础的相关内容,如新经济人假设理论和委托代理理论,稀缺性理论和有效资本市场理论,信号传递理论、博弈论、期望理论及权变理论等。

第二,理论分析了公司理财与制度的相关关系。首先,从制度规制公司理财的理由、制度规制与契约自由的关系、制度功能与公司理财、公司理财主体的制度规制及制度对公司理财的反映和评价五个方面,分析了制度规制公司理财的必然性;其次,从分析经济条件与制度结构间的关联性出发,阐释了制度、经济组织与经济增长的关系,并基于以上分析,提出了制度影响

公司理财的一般路径,探寻了均衡状态下和演进状态下制度与公司理财间的关系;最后,阐述了公司理财制度建立基点——交易费用。

第三,对公司理财制度基础作用机理和影响路径的剖析,是论文的核心部分,包括第三、四章。非正式制度是正式制度的基础和补充,在第三章“宏观制度对公司理财的影响机理”中,首先,通过一个“鹰—鸽”博弈论证了非正式制度是公司理财得以实现的前提和基础;其次,运用新制度经济学、政治经济学、法经济学、立宪经济学等多种理论,从宏观层面依次对政治体制、政府宏观调控、国际环境下的各项国际经济法对公司理财影响的机理和路径进行了剖析和探究。在接下来的第四章“微观制度对公司理财的影响机理”中,首先分析了产权制度与效率的关系,并基于此,运用经济学分析方法,阐释了不同产权制度下对公司理财决策和效率的不同影响;其次,运用委托代理理论、博弈论和经济学分析方法依次解释了经济性规制、社会性规制及公司层级制度对于公司理财的影响。

第四,是公司理财的制度规制分析。首先,从融资的制度环境、契约性安排、法律法规规制及法律责任四个方面阐释了制度对融资的规制作用;其次,从投资的制度环境、契约性安排、法律法规规制及法律责任四个方面阐释了制度对投资的规制作用;第三,从营运资金的制度环境、契约性安排及相关法律分析三个方面阐释了制度对营运资金的规制作用;最后,从利润分配制度界定的必然性出发,依次阐释了公司利润分配的制度界定,制度对公司可供利润分配标准的确定,公司利润分配的契约安排及公司利润分配的法律强制。

第五,基于职工薪酬的视角,通过对职工薪酬的描述性统计分析和案例分析折射出制度对于公司理财的影响。首先,厘清了公司理财、会计利润与职工薪酬的关系,即会计利润综合体现了公司理财的结果,职工薪酬本质上属于公司利润的分配,而且职工薪酬是公司职工理财关系的体现,职工薪酬激励机制的制定会影响公司理财的效果;其次,从职工薪酬的角度,统计分析了产业政策差异、区域差异、行业垄断、城乡身份差异及公司所有权性质等企业外部正式制度对公司理财的影响,也述及了意识、观念等非正式制度对于职工薪酬的影响;最后,基于职工薪酬的视角,以中国远洋为例分析了企业内部制度对公司理财的影响。

第六,分析阐述了现行制度下我国公司融资、投资、资金运营及利润分配等理财现状,分析了现状的制度成因,并就此提出了坚持和完善我国经济体制、财税体制、金融体制等各项制度的政策建议,以便为我国公司理财提

供良好的制度基础，引导我国公司理财在追求效率的同时兼顾公平，最终实现公司的可持续发展和我国经济的可持续发展。

本书的创新点体现在以下几个方面：第一，分析了非正式制度、公司内外正式制度与公司理财的相互关系，阐释了制度对公司理财规制的必然性；第二，归纳并阐释了契约及制度对公司各理财环节的规制；第三，基于经济全球化背景，探究了非正式制度、公司内外正式制度对公司理财基础性作用及其影响机理；第四，基于制度对职工薪酬影响的描述性统计分析和案例分析，揭示了现实经济生活中制度确实影响着公司理财；第五，运用举例及描述性统计分析的方法，分析了我国现行制度下公司理财的现状，并据此提出了相应的改进建议。但是，由于制度影响的复杂性和广泛性，公司理财涉及内容的宽广及隐晦性，加上公司理财质量的难以简单衡量，本文没能从整体上系统地就制度对于公司理财的影响进行实证检验；而公司理财效率和公平的不可观察性，也使得实证检验制度对于公司理财规制目标的实现变得非常困难；更为重要的是，非正式制度、公司内部外的正式制度、公司理财质量，及公司理财效率与公平的直接量化比较困难，即使选择一些相关指标予以替代量化并加以实证检验，在一定程度上也只能是以管窥天，仍然不能直观地表明制度之于公司理财的影响。当然，这些不足和困难也指明了今后继续可能的研究方向。

李成云

2014年5月25日

目 录

导 论	001
一、问题的提出	001
二、国内外研究现状	004
三、研究内容、方法及创新	008
第一章 公司理财制度基础理论	012
第一节 公司理财制度基础的涵义	012
一、公司理财涵义	012
二、制度的基本理论	017
第二节 公司理财基础制度的理论基础	025
一、公司理财主体的规制需求理论	026
二、公司理财环境规制需求理论	027
三、公司理财行为机制规制需求理论	029
四、公司理财关系规制需求理论	031
五、公司理财外部效应规制需求理论	033
本章小结	034
第二章 制度与公司理财的相互关系	035
第一节 公司理财制度基础的必然性	035
一、制度规制公司理财的理由	036
二、制度规制与契约自由的关系	038
三、制度功能与公司理财	039
四、公司理财主体的制度规制	041
五、制度对公司理财的反映和评价	042
第二节 制度与公司理财的关联性	044
一、经济条件与制度结构间的关联性	045
二、制度、经济组织与经济增长	046

三、制度影响公司理财的一般路径	047
四、公司理财制度建立的基点——交易费用	050
本章小结	051
第三章 宏观制度对公司理财的影响机理	053
第一节 非正式制度是公司理财实现的基础	053
第二节 政治体制影响公司理财的机理分析	056
一、国家、政治制度与政府的关系	057
二、政治制度影响公司理财的路径	058
三、国家干预经济理论	060
四、政府职能履行对公司理财的影响	063
五、政府失灵	066
第三节 政府宏观调控影响公司理财的机理分析	068
一、政府宏观调控的特征、目的和手段	068
二、财政政策影响公司理财的机理分析	074
三、货币政策影响公司理财的机理分析	082
第四节 国际环境下制度对公司理财的影响机理分析	089
一、国际环境下制度对公司理财影响分析	089
二、国际环境下国家间制度竞争对公司理财的影响	091
三、国际经济法对公司理财的影响分析	093
本章小结	105
第四章 微观制度对公司理财的影响机理	107
第一节 产权制度影响公司理财的机理分析	107
一、产权	107
二、产权制度及其与市场经济的关系	111
三、产权及产权制度对公司理财的影响	114
第二节 经济性规制影响公司理财的机理分析	118
一、经济性规制的定义	119
二、经济性规制工具	120
三、经济性规制对公司理财的影响	126
第三节 社会性规制影响公司理财的机理分析	131
一、社会性规制的定义	131
二、社会性规制的性质和特点	132
三、社会性规制的分类	134

四、既定社会性规制下的公司理财分析	135
第四节 公司制度影响公司理财的机理分析	138
一、科层理论	139
二、公司层级制度	139
三、公司制度对公司理财的影响机理	143
本章小结	147
第五章 公司理财的制度规制分析	148
第一节 融资制度规制分析	148
一、融资的制度环境分析	149
二、融资的契约性安排	152
三、融资的法律法规规制分析	155
四、与融资有关的法律责任	158
第二节 投资制度规制分析	158
一、制度环境对公司投资的影响	158
二、公司投资的契约性安排	160
三、公司投资的法律法规制度规制	161
四、公司投资的法律责任	167
第三节 公司营运资金制度规制分析	169
一、制度环境对营运资金的影响	169
二、营运资金的契约性安排	170
三、营运资金相关的法律分析	171
第四节 利润分配制度规制分析	172
一、公司利润分配制度界定的必要性	172
二、公司利润分配的制度界定	173
二、制度对公司可供分配利润标准的确定	176
三、公司利润分配的契约安排	178
四、公司利润分配的法律强制	181
本章小结	185
第六章 制度影响公司理财的统计及案例分析——基于职工薪酬的视角 ..	187
第一节 职工薪酬与公司理财	187
一、职工薪酬——一种利润分配的方式	187
二、职工薪酬——企业与职工理财关系的反映	189
第二节 职工薪酬视角下制度影响公司理财的统计分析	191

一、劳动报酬占比变化中的制度因素	191
二、中国区域薪酬差异的制度分析	193
三、中国行业薪酬差异的制度分析	195
四、职工身份的薪酬差异制度分析	197
第三节 职工薪酬视角下企业制度影响公司理财的案例分析	
——以中国远洋控股股份有限公司为例	199
一、背景介绍	200
二、中国远洋薪酬现状	200
三、薪酬问题的企业制度原因分析	204
本章小结	208
第七章 现行制度下我国公司理财现状及改进建议	209
第一节 现行制度下我国公司理财现状分析	209
一、现行制度下的公司融资现状	210
二、现行制度下的公司投资现状	213
三、现行制度下的公司资本营运现状	218
四、现行制度下的公司利润分配现状	219
第二节 我国公司理财制度基础的完善	225
一、建立社会诚信机制	225
二、加强和完善国家宏观调控	226
三、完善社会主义市场经济体制	229
四、完善市场中介组织和法律制度环境	231
五、完善企业内部各项制度	232
六、强化制度的执行	232
本章小结	233
结 束 语	235
参考文献	237
后 记	258

导 论

马克思主义原理告诉我们：“政治是经济的集中表现，经济是基础，政治是统帅，两者同时存在，共同起作用。”经济与政治密不可分，“企业已经步入政治竞争的时代（爱泼斯坦，1969）”，传统上被认为是“纯经济”领域的企业经营管理，也具有了“政治理财”的重要特征。公司理财活动中所产生的各种利益相关者关系不仅表现为一定的利益关系，还表现为一定的政治关系，公司理财中客观存在着政治行为。

一、问题的提出

2000年，中国石油H股发行价为1.28港元，市盈率10.9倍；2007年，回归A股的中石油发行价为16.7元，市盈率为21.95倍。H股首发，我们不掌握定价权，非主权货币的港元由与其挂钩的主权货币代为定价，无法回避实力雄厚的国际投资者，较低的发行定价自然形成无奈的利益流失。而H股在回归A股时，不论市场形势如何，其股价都会逐步上升，国际投资者由此获得了巨大的无风险溢价；反观国内投资者，因支付价格过高而所占股本较低，在同股同权的原则下分配收益时，通过分红收回投入需要几十年乃至上百年的时间！

2010年5月，卷入受到质疑的网宿科技、拓维信息、久其软件、辉煌科技等多家公司IPO漩涡的赛迪顾问被曝收费编造数据；2011年3月，深交所中小企业板的绿大地涉嫌欺诈发行股票东窗事发；每4家试图上创业板的公司，就有1家被举报造假……我国企业在公开市场上融资，必须经过证券监管机构的“核准”，众多上市或拟上市公司的IPO造假只说明了一件事，那就是证券监管机构的“无用”，而事实也的确如此！创业板上市公司与拟上市公司95%拥有高科技企业的光环，而依靠中介机构包装申报高新技术企业比拼的是与科委的人脉关系；在媒体的追究下，证监会发审委否决了造假到极致的胜景山河的上市申请，却放过了二次过会的万昌股份、淮油股份等；在创

业板上市只要符合条件，发审委就能通过，即使有时连明显的学历不符、研发资金不符都能闯关上市。无论是高新企业认证造假还是咨询中介数据造假，都与那些或曾任职相关部门或与相关部门交情深厚的市场资深江湖人士脱不了干系，而证监会发审委只要自己不背负责任，不管数据真假，一律照单全收。

2011年成立的第三届创业板35名发审委委员中有14名注册会计师；2011年成立的第十三届主板发审委员名单更是让人难以相信他们能忠于职守！16名主板发审委员，来自各大会计师事务所的有10名，来自各大律师事务所的有6名。上市公司与会计师事务所、律师事务所等中介机构之间存在着难以割舍的利益链条，再加上注册会计师或律师自身与上市公司之间的利益联系，怎能做到独立、客观、公正！巨大的经济利益面前，其所承担责任之轻，怎都无法令人信服！

据深交所报告称，有204家于2010年中小板新上市的公司，上市之初超募资金总额超过1200亿元，上述公司用超募资金补充流动资金约88.75亿元，归还银行借款约117.28亿元，两项合计占比17.13%；投资于与主业相关的项目约55.49亿元，占比4.63%。同样是2010年在创业板进行IPO融资的209家上市公司融资金额达到1618亿元，其中超募资金1002亿元。据上述公司年报披露的信息可知，大部分公司的营收增长超过利润增长，千亿计的超募资金有70%、80%没有使用，还有一些超募的公司买股票、买车、买楼已蔚为大观。这些根本不需要资金的轻资产企业上市，让宝贵的资金资源被束之高阁。

2011年上半年，共有52家A股上市公司发放112项“委托贷款”，累计贷款额度超过160亿元，同比增长近38%。2011年8月11日，已披露半年报，且具备可比性的545家公司上半年经营活动产生的现金流总额为一44.61亿元，2010年同比为62.47亿元，一年来的经营现金流大幅缩水了107亿元之多，可见公司经营过程中的现金比较拮据。从令众多西方经济体深陷泥淖的欧债危机到国内投资者闻风抛售的地方债务，到令地方政府焦头烂额的高利贷，再到又有卷土重来迹象的“三角债”，2011年，各种“债”轮番登场，兴风作浪。

公司理财决策层内部治理结构又如何呢？审计署公布的铁道部2010年预算执行情况的审计结果显示，铁道部下属信息中心6名司局级干部未经批准，在所属企业兼职，其中个别领导一人兼任18家所属企业的董事长，而中央是禁止政府官员在企业兼职的，哪怕是在国企兼职。

无论是作为公司投融资重要场所的外部资本市场，还是对公司理财起决策作用的公司内部治理结构；无论是申请融资的企业，还是起监督作用的中介，甚至是政府的监管审批部门……无不显示出我国公司理财中“人治”的重要，看不到“法治”的影子，而这些不过是冰山一角。我国特殊制度环境造就的公司投融资方式和路径，不仅严重损害了投资者的利益，而且造成了我国公司经营发展中的短期行为，不利于公司自身长远发展的目标。没有有效率的经济组织，国家经济的发展就是一句空话，更谈不上可持续发展！制度安排决定了选择的环境——选择集，选择是在相关的选择集中做出的，即使在相同的偏好下，面临不同选择集做出的选择也会不同。任何契约的缔结或制度的制定，其过程都是利益各方博弈的结果，企业能够得以生存和发展的基础在于其理财行为的成功获利，而理财过程中建立起来的各种利益相关者关系的处理是理财行为成败的关键，人际关系的协调是制度最基本的功能，它提供对于别人行动的保证，并在市场经济这一复杂和不确定的世界中给予可期待的预期结果。

新制度经济学一直强调制度对契约结构的决定性影响，并重视制度环境对制度运行效率产生的影响。20 世纪末，La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer 和 Vishny（以下简称“LLSV”）倡导的“法与金融”研究表明，投资者法律保护既与宏观层面的金融发展和经济增长有关，也与微观层面的所有权结构、财务政策等公司财务问题有关。因此，利用新制度经济学及法与金融学派的研究范式，在分析公司理财与制度相互关系的基础上，从公司理财的制度环境、契约安排及法律规制三个方面逐一分析制度对公司理财的影响；在此基础上，剖析了文化、传统等非正式制度，政治制度，政府宏观调控，经济性规制，社会性规制，国际环境下的国际经济法及公司内部制度对公司理财的影响机理。这为我国“十二五”期间要坚持和完善的基本经济制度、行政体制改革、财税体制改革、金融体制改革、深化资源性产品价格和环保收费改革提供了依据，具有深刻的政治意义和推进改革的现实意义；其次，为公司理财过程中处理好与政府的关系，在公司与政府间搭建一个可沟通的桥梁，使公司与政府实现资源的整合与共享，进而借助政府力量实现公司理财目标；第三，为公司根据具体的制度环境合理合法地采取不同的理财方式，协调各方理财关系提供了制度基础；最后，拓展了新制度经济学在公司理财领域的应用。

二、国内外研究现状

制度环境对企业交易方式、企业财务行为乃至国家经济发展都具有重要影响 (LaPorta 等, 1997; DeFond & Hung, 2004), 制度环境是指政治体制、政府行为、法律渊源、法律制定、法律执行及文化价值等。

(一) 政治是一种资源

政府或政府政策作为一种竞争工具, 能拓展企业的外部生存空间, 为企业创造一个对自己有利的竞争环境 (爱泼斯坦, 1969)。企业集团或行业性的政治活动可为本行业赢得经济利益 (Olson, 1965)。Pittman (1976)、Salamon 和 Siegfried (1977)、Aplin 和 Hegarty (1980)、Epstein (1984) 等通过研究也得出了与 Olson 相同的结论。之后, Brenner (1980)、Zardkoohi (1985)、Hillman, Zardkooki 和 Bierman (1994)、Douglas (1995) 对企业的政治资源、政治策略及政治绩效分别进行了定义, 并通过研究发现, 企业采取各种政治策略影响公共政策制定过程, 与政府建立良好的关系, 可能减少不确定的交易成本, 获得各种政治与经济利益。而且, 上市公司高管的政府背景也是一种有价值的资源 (Fishman, 2001)。

(二) 融资与制度因素研究

公司融资分为权益性融资和债务性融资, 不管是权益性融资还是债务性融资, 都不仅受到公司自身业绩的影响, 也会受到国家相关法律法规及政府相关监管部门的影响。特别地, 在政府管制比较严重的发展中国家, 政府、国家相关法律法规及政府相关监管部门对公司融资具有决定性的影响, 政治联系确实会影响公司的融资策略, Leuz 和 Oberholzer (2005) 就发现在印尼有政府背景的公司由于容易获得贷款而基本上不到国外融资。已有研究基本上集中于两个方面: 制度对债务融资的可获取性和权益资本成本的影响。

1. 债务融资的可获取性

Tian (2001), Johnson 和 Mitton (2003), Faccio (2006), Adhikari, Derashid 和 Zhang (2006) 等学者通过研究发现, 在政府管制比较严重的发展中国家, 国家会出面帮助面临偿付银行贷款困难的有“政治关系”企业的渡过难关, 拥有“政治关系”的企业能从国有银行那里获得更多的贷款, 而且贷款的期限相对也较长, 而且, 拥有政府背景的董事或者管理层能够让公司更容易地获得债务融资、享受更低的税率等好处。此外, 相比没有“政治关系”的企业, 拥有“政治关系”的企业即使存在更高的违约率, 也能从国

有银行那里获得更多的贷款；而且当与企业有密切关系的政党其政治权力得到提高或者在选举中获胜时，这些企业获得的优惠贷款会更多（Khwaja & Mian, 2005）。之后，诸多学者对该关系展开了研究，得出的研究结论基本相似。

2. 权益资本成本的影响

在投资者法律保护较弱的情况下，内部人承担了更高的可分散风险，也因此提高了公司权益资本成本；相反，内部人可以通过减少持股充分地分散风险，公司权益资本成本也随之而降低（Himmelberg, Hubbard & Love, 2002；Hail & Leuz, 2003；沈艺峰等，2005）。由于我国股票发行制度、股权融资软约束、业绩考核制度和内部人控制等深层制度原因，造成股权融资的实际成本远远低于债务融资成本（黄少安，张岗，2001）。进一步，徐浩萍、吕长江（2007）认为，最终控制人是地方政府的企业，政府角色转变对权益资本成本没有显著影响；对非国有企业，权益资本成本随着政府对经济干预程度减小而降低。

（三）投资与制度因素研究

经济体制、税收制度、国家区域政策等制度，不仅会影响投资行为，也会影响投资效率。

1. 制度对企业投资决策的影响

利用当地的税收优惠政策是外资企业投资区位选择的第五个重要因素（魏后凯等，2001），包括税收优惠在内的政策虚拟变量对于吸引美国的对华投资有着显著的影响（徐康宁等，2002）。企业所得税税率、再投资减免、进口环节减免税、地区开放级别等多种政策因素均会显著影响外资的流入，经过加总的综合优惠政策的总影响力是比较大的（李宗卉，鲁明泓，2004）。而且，加速折旧政策和投资抵免政策的施行，会增加企业对设备类和建筑类固定资产的净投资（Jorgenson & Hall, 1967），这与 Gravelle（1994）的计算结果相符。除税收制度外，方军雄（2008）认为，地方政府直接控制的企业更易实施本地并购、更多地实施无关的多元化并购，而中央政府控制的企业则可以突破地方政府设置的障碍，实现跨地区并购。而且，在社会资本水平较高的省份，上市公司更倾向于对外投资，也更愿意与其他企业组成共同控制的合营企业，并且其多元化投资的意愿更强，而且社会资本与政治关系在公司投资决策中所起的作用是可相互替代的（潘越等，2009）。

2. 制度对企业投资效率的影响

一定条件下，制度会导致企业过度投资或投资不足问题，这两者无疑都

会影响企业的投资效率。当财政补贴小于长期负债时,财政补贴能够抑制公司的过度投资行为,但投资不足的趋势会增强,而减税能够抑制公司投资不足;当财政补贴大于长期负债时,财政补贴和减税都能减少公司的投资不足(何源等,2006)。地方政府控制和地方政府干预会显著提高自由现金流的过度投资,而金融发展存在熊彼特效应,可降低自由现金流的过度投资(杨华军,胡奕明,2007)。我国企业普遍存在过度投资行为,国有企业相比非国有企业过度投资更严重,现金流与投资行为显著正相关,第一大股东持股比例与股权集中度在某种程度上能够制约过度投资,但举债在我国并不能对过度投资发挥有效的抑制作用(汪平,孙士霞,2009),魏明海、柳建华(2007)的研究支持了这一结论,并认为公司内部治理结构和外部治理环境的改善会制约国有企业的过度投资行为。

(四) 资本营运与制度因素研究

制度可以不同的方式和路径对企业运营的各个环节产生重要的影响。一方面,私有企业常常受到政府官员的随意侵害,“乱摊派、乱收费”或者向私有企业索取贿赂等,甚至随意终止其生产活动(Frye & Shleifer, 1997; Shleifer & Vishny, 1998; Pearson, 1997 等)。另一方面,由于产品和信用市场不发达,支持市场发展的制度欠缺,政府常常对经济资源的配置实施很强的控制,导致私有企业不能够完全依赖于市场来获得经济资源(McMillan, 1997)。但是,市场化水平越高的地区,公司受政府干预越少,从而雇员规模越小(曾庆生,陈信元,2006),也就是说,当上市公司管理层面面临较严格的市场和法律约束时,其管理专业主义、雇员效率和总要素生产率越高(Fan, Wong & Zhang, 2009)。集体企业内的政府控制能够帮助企业维持较低的生产采购成本,却伴随着较高的管理费用和财务费用(杨治等,2009)。而且,地方政府控制的企业雇用人数和劳动力成本显著高于非政府控制企业和中央控制企业,政府层级越低,其控制下的国有企业雇员越多、劳动力成本越高,而上市公司所处地区的市场化程度改善有助于减轻这一负面影响(吕伟,2006)。

(五) 公司价值与制度因素研究

目前,关于制度因素影响公司价值的研究,大多从公司与政府部门或公司与重要的政府官员之间的关系出发来进行的。Roberts (1990)、Fishman (2001)、Johnson 和 Mitton (2003) 均认为,公司价值与公司有关联的政府要员的状态之间存在显著的联系。在许多国家,尤其是发展中国家或者处于