

油晓峰 / 著

ZHONGGUO SHANGSHIGONGSI

中国上市公司 财务治理研究

CAIWUZHILI YANJIU



经济科学出版社

中国上市公司财务 治理研究

油晓峰 著

经济科学出版社

责任编辑：卢元孝 柳 敏

责任校对：杨 海

技术编辑：潘泽新

中国上市公司财务治理研究

油晓峰 著

经济科学出版社出版、发行 新华书店经销

社址：北京海淀区阜成路甲 28 号 邮编：100036

总编室电话：88191217 发行部电话：88191540

网址：[www. esp. com. cn](http://www.esp.com.cn)

电子邮件：[esp@ esp. com. cn](mailto:esp@esp.com.cn)

北京密兴印刷厂印装

880 × 1230 32 开 10.75 印张 290000 字

2005 年 3 月第一版 2005 年 3 月第一次印刷

ISBN 7-5058-4908-5/F·4180 定价：23.00 元

（图书出现印装问题，本社负责调换）

（版权所有 翻印必究）

目 录

导论	1
0.1 研究意义	1
0.2 研究框架	2
0.3 本书创新	5
第1章 财务治理的经济学基础	6
1.1 现代企业契约理论的发展	6
1.2 公司治理理论综述	12
1.3 现代资本结构理论综述	21
1.4 公司激励理论综述	28
第2章 财务治理的理论框架	34
2.1 财务治理提出的理论背景	34
2.2 财务治理提出的现实背景	40
2.3 财务治理提出的理论意义	42
2.4 财务治理的概念	44
2.5 财务治理的主体	46
2.6 财务治理的客体	48
2.7 财务治理的目标	56
2.8 财务治理的机制设计	58
2.9 财务治理的其他相关理论问题	61
第3章 中国上市公司财务治理模式	66

3.1	公司治理模式的国际比较	66
3.2	财务治理模式分析框架的提出	76
3.3	财务治理模式分析框架的含义	79
第4章	我国上市公司财务激励的治理模式	81
4.1	我国上市公司股东和经营管理者的关系	81
4.2	我国上市公司财务激励的治理途径	87
4.3	报酬契约、财务评价和财务治理	92
4.4	负债融资、过度投资与财务治理	95
4.5	小结	111
第5章	我国上市公司财务监控的治理模式	113
5.1	我国上市公司股东和债权人的关系	113
5.2	我国上市公司财务监控的治理途径	119
5.3	债务契约与财务治理	127
5.4	负债结构与财务治理	135
5.5	债券设计与财务治理	149
5.6	小结	163
第6章	我国上市公司财务治理模式创新	165
6.1	我国上市公司财务治理模式的比较分析	165
6.2	我国上市公司二元财务治理问题及模式创新	169
6.3	我国上市公司财务治理模式创新的机制设计	172
6.4	我国上市公司财务治理模式创新的政策建议	190
6.5	小结	199
第7章	基于财务治理的上市公司财务目标体系的构建	201
7.1	财务目标的讨论	201
7.2	从财务治理角度对财务目标的评价	205

7.3	基于财务治理的财务目标选择的原则	209
7.4	基于财务治理的上市公司财务目标体系的构建	215
第8章	基于财务治理的上市公司财务评价体系的构建	223
8.1	传统财务评价方法	223
8.2	现代财务评价方法	224
8.3	财务评价方法的比较	227
8.4	综合财务评价方法	235
8.5	我国上市公司财务评价体系的构建	239
第9章	基于财务治理的上市公司财务控制体系的构建	251
9.1	财务控制	251
9.2	从财务治理角度分析财务控制	255
9.3	基于财务治理的上市公司财务控制体系的构建	263
9.4	财务控制中的矛盾及协调	276
9.5	我国上市公司财务控制与相机治理机制	278
第10章	基于财务治理的上市公司财务信号系统	284
10.1	事前财务信号系统	284
10.2	事中财务信号系统	291
10.3	事后财务信号系统	304
第11章	基于财务治理的财务政策	305
11.1	公司治理结构对财务政策的影响	305
11.2	基于财务治理的上市公司财务政策	314
11.3	小结	324
参考文献		325
后记		336

导 论

0.1 研究意义

公司治理作为我国理论界的一个重要课题在近年来受到了重视，实际上，这并不是一个孤立的和偶然的现象。即使在西方发达国家，公司制企业存在了几百年的国度内，公司治理依然是一个中心话题。这不仅是因为公司治理对一个公司的生存和发展有重要影响，而且公司治理理论自身的发展也是一个永恒的话题。

或许是在我国公司治理研究的时间不长，也可能是我国公司制企业具有许多特殊性，使得我国的公司治理研究十分复杂。有部分学者从借鉴国外公司治理的模式出发，探求适合我国公司发展的公司治理模式；有部分学者从董事会的建设出发，探讨了如何完善董事会治理机制问题；有部分学者从所有制和股权结构出发，探讨了如何通过改变我国公司的股权结构以完善公司治理。这些问题的研究，极大地丰富了公司治理与我国公司实践相结合的应用。

但是，笔者发现对公司治理的研究大多没有从财务管理的角度来进行分析，事实上，从财务管理角度分析公司治理问题在国外有文献有所体现。本书认为，分析公司治理问题必须重视财务管理。因为财务管理涉及了如何筹集资金和运用资金的问题，这也正是公司治理所要解决的主要问题，所不同的是，公司治理主要从制度建设和机制研究入手，所以在财务管理和公司治理之间就有了一个结合点，这一结合点就是“财务治理”。财务治理必须是以解决债权

人、股东、经营管理者三者之间冲突为研究对象，而不再单纯以资金作为研究对象，只有这样，才能体现出财务治理的特殊性。

在国际上，从财务管理角度研究公司治理已经十分深入。但正如笔者在后面的文献综述中所论述的那样，国外从财务管理角度研究公司治理问题仍旧有些欠缺。如国外从股东对经营管理者激励的角度虽进行了深入分析，但只是重视激励的手段和方法而忽略了对背后财务机制的研究。从债权人对股东监控的角度进行了分析，但只是从加强财务监控入手而忽略了其他相应的财务手段的研究。而且，国外对于财务治理的研究也只局限于单一的研究，如英美国家主要重视股东和经营管理者之间的冲突，因而主要研究这类冲突的治理；而日德国家主要重视债权人和股东之间的冲突，因而主要研究这类冲突。而对于股东与经营管理者的冲突和债权人与股东的冲突两者相结合的研究则十分少见。所有这些欠缺之处，正是本书努力之所在。

从国内对财务治理的研究现状来看，则存在许多不足之处。如对于财务治理的研究，基本上缺乏总体框架的认识。对于股东和经营管理者冲突的财务治理研究，则处于探索阶段，而对于债权人和股东冲突的财务治理研究，在国内则十分少见，很少有系统性的理论成果。对于结合股东与经营管理者冲突和债权人与股东冲突的财务治理的研究，则几乎没有。对于这些研究，笔者也将做出自己的努力。

0.2 研究框架

本书的研究框架主要分为三个部分，共 11 章。主要内容和结构安排如下：

第一部分：理论部分

本部分分为两章。

第 1 章：财务治理的经济学基础。对企业的契约理论、公司治

理理论、现代资本结构理论和激励理论进行了系统性的分析和整理工作, 对前人的研究进行简要的回顾和评述。

第2章: 财务治理理论框架的建立。本章主要分为两大部分, 一部分是财务治理的提出。包括财务治理这一问题的提出及提出的理论和现实意义。一部分是在对国内学者关于财务治理的概念进行分析的基础上, 提出了财务治理的理论框架。框架包括: 财务治理的主体、客体、假设、模式以及其他相关内容。

第二部分: 模式部分

本部分分为四章。

第3章: 中国上市公司财务治理模式。主要论述公司治理模式和财务治理模式的关系, 通过分析公司治理模式, 得出财务治理模式的划分。

第4章: 我国上市公司财务激励的治理模式。主要从股东和经营管理者的冲突出发对财务治理的激励模式进行研究。本章首先对我国上市公司股东和经营者关系的现状进行了分析, 认为我国上市公司目前存在“内部人控制”现象。针对这一特点, 笔者认为财务治理途径主要有两条, 一条是显性激励, 另一条是隐性激励。在论述过程中, 沿着财务治理的途径对我国上市公司展开分析。

第5章: 我国上市公司财务监控的治理模式。主要从债权人和股东的冲突出发对财务治理的模式进行研究。本章首先对我国上市公司债权人和股东关系的现状进行了描述, 认为我国上市公司债权人对股东软约束特征明显, 而且股东也存在过度投资的现象。针对这一特点, 笔者认为应该从三个途径进行财务治理, 分别是债权人债务契约的规范、债务结构包括来源结构和期限结构的调整和债权证券的设计。笔者分别对这三条途径结合我国上市公司的实际情况进行了分析。

第6章: 我国上市公司财务治理模式创新。主要从股东与经营管理者的冲突和债权人与股东的冲突相结合进行财务治理模式的创

新。从这一角度出发,笔者借鉴共同治理的思想,构建了一个债权人、股东、经营管理者共同决定财务激励过程的模型,同时,笔者借鉴相机治理的思想,构建了一个债权人相机治理的模型。最后提出了相应的财务治理模式创新的建议。

第三部分:政策部分

本部分分为五章。

第7章:基于财务治理的上市公司财务目标体系的构建。主要从财务目标的讨论出发,基于上述财务治理的视角,探讨我国上市公司应如何选择财务目标。经过对现有财务目标的比较评价,最后得出有我国特色的财务可持续发展目标。

第8章:基于财务治理的上市公司财务评价体系的构建。主要是探讨财务治理过程中一个关键环节——财务评价,经过财务评价方法的比较,从中得出我国上市公司财务评价的主要方法。最后,根据我国上市公司的特点,结合组合报酬契约,构建了我国上市公司的综合财务评价体系。

第9章:基于财务治理的上市公司财务控制体系的构建。主要探讨财务治理中的财务控制,比较我国目前财务控制方法,最后得出我国上市公司财务控制体系。认为我国上市公司财务控制应从内部控制和外部控制两方面出发来进行完善。此外,还论述了相机治理与财务控制的关系。

第10章:基于财务治理的上市公司财务信号系统。主要是构建我国上市公司的财务信号系统,用来作为相机治理的主要信号。对于财务信号系统,分为事前、事中和事后三个系统,本书主要介绍了事前财务信号系统的构建和事后财务信号系统的构建,关于事后财务信号系统,主要参考财务评价系统。

第11章:基于财务治理的财务政策。主要是得出财务治理下的财务政策,本书主要论述了公司治理对财务政策的影响,根据这一影响,得出了上市公司财务治理下的资本结构政策、投资政策和股利分配政策。

0.3 本书创新

本书的主要创新工作有：

- (1) 提出了财务治理的理论框架。
- (2) 通过对资本成本和资产负债比率的关系进行实证分析，间接证明了我国上市公司的负债融资对财务治理的积极作用。
- (3) 运用博弈论的方法，成功地揭示了我国上市公司债务契约规范、财务信息完善与财务治理的关系。
- (4) 运用债券的来源结构和债券期限结构模型，说明了我国上市公司债券结构与财务治理的关系。
- (5) 构建了基于股东、债权人、经营管理者三者财务冲突的共同治理的激励机制和相机治理的监控机制，从理论上对我国上市公司财务治理的模式进行了创新。

第 1 章 财务治理的 经济学基础

1.1 现代企业契约理论的发展

现代企业契约理论在过去获得了极大的发展，对公司治理理论、公司激励理论和资本结构理论的发展起到了决定性的作用。所以本章在此要先对现代企业契约理论的发展以及它对公司治理理论、公司激励理论和资本结构理论的作用进行一个简单的评述。

1.1.1 科斯等人的契约理论的发展

科斯 (Kose)^① 的契约理论的核心是用交易费用说明企业的产生。该理论认为企业契约的特征有三点，一是交易费用的出现导致了企业的出现。他认为，“在企业之外，价格变动决定市场，这是通过一系列市场交易来协调的。在企业之内，市场被取消，伴随着复杂的市场结构被企业家所代替，企业家指挥生产。”二是进入企业的生产要素是自愿与企业家签约并同意服从企业家指挥的，存在一个权威受到限制的中心签约人——企业家。他认为，“契约的本质在于它限定了企业家的权力范围。只有在限定范围内，他才能组织生产。”三是企业是一个长期契约，科斯在《企业的性质》一文中讨论了长期契约和劳务契约。

① 科斯著：《论生产的制度结构》，上海三联书店 1994 年版，第 3 ~ 290 页。

张五常 (Cheung)^① 继承了科斯的交易费用的观点, 并对其进行了进一步的论述。他考察了科斯未详细研究的价格机制的成本。科斯只是注意到发现价格的成本, 而忽视了信息费用、考核费用等。张五常认为这些费用同样是市场运用价格机制的费用。这些费用发生在产品市场的交易中, 当产品市场交易部分地被要素市场契约所取代, 产品市场的交易就减少了。因此, 他认为企业契约和市场契约是一种形式的契约取代了另一种形式的契约。他用科斯的观点引证要素市场对产品市场的替代: “科斯关心的是契约的类型, 在契约里投入要素的所有者为取得收入而在交换中放弃对他投入的有限使用权。因此, 他受一只看得见的手的指挥而不受价格机制这只看不见的手的指挥。当这种契约形式增加的时候, 产品市场就会减少了。” 从中可以看出, 张五常更加强调企业契约是契约选择的结果。

科斯的观点是深远的, 他揭示了正交易费用这一概念, 认为发现价格是有成本的, 从而打破了古典经济学将价格作为一个天然的配置方式的观点。提出了企业契约这一概念, 那么企业契约是如何运行的呢? 企业契约内部又是如何运作的呢? 对此, 形成了两大观点, 一是阿尔钦、德姆塞茨团队生产理论, 一是詹森、麦克林的委托代理理论。

1.1.2 企业的团队生产理论

阿尔钦 (Alchian)、德姆塞茨 (Demsetz)^② 认为企业是一个团队组织, 是一个团队合作生产的契约, 在本质上不是雇佣契约关系, 因而不存在权威关系。同时认为企业的产生是由于团队组织涉及了团队成员对团队成功或失败的责任的衡量和分解问题, 因而对于这个问题的解决费用导致了企业的产生。这样, 团队生产理论更

① 陈郁编:《企业制度与市场组织》, 上海三联书店 1996 年版, 第 250 页。

② Alchian, A. and Demsetz, H., 1972, "Production, Information Costs, and Economic Organization", American Economic Review, 66: 777-795.

多地关注如何解决信息不对称和团队成员偷懒等机会主义行为对企业的影响。关于这一点,团队生产理论认为只有引入一个企业外部监督者才能解决机会主义行为问题。

一方面,企业的团队生产理论从内部激励角度分析问题,对激励理论有重要的影响。另一方面,企业的团队生产理论认为只有引入一个企业外部监督者才能解决机会主义行为问题则涉及了公司治理的最初思想。

1.1.3 企业的委托代理理论

詹森(Jensen)和麦克林(Meckling)^①认为企业的团队生产的理论只能解释与企业有关的个人行为的一小部分,因而对于企业的解释并不完善。他们提出企业是一个存在个人相互抵触的利益冲突的契约关系,从利益冲突这一角度出发,认为委托代理关系就是一种契约关系,因为委托人要求代理人为其服务,如果委托人和代理人都追求效用最大化,那么代理人就不总是根据委托人的利益来采取行动,这就是道德风险。要解决道德风险问题,就要对代理人进行激励,就要让代理人承担一定的风险,从而形成委托人对代理人的激励约束机制。同时,詹森和麦克林从实证的角度研究了经营者与外部股权和债权的关系,分析了外部股权的代理成本和外部债权的代理成本,提出了最优的所有权结构理论。

企业的委托代理理论从股权和债权与经营管理者的关系角度出发,界定了两个代理关系,即股东和经营管理者的委托代理关系和债权人和股东的委托代理关系。同时该理论又从代理成本的角度出发,对其进行了深入研究,其对现代资本结构理论的产生和发展有重要影响。委托代理理论在后人的发展下,形成了一个研究经济学问题的重要框架。委托—代理问题的产生是由于委托人和代理人的

^① Jensen, M., Meckling, W., 1976, "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure", Journal of Financial Economics 15: 305 - 360.

效用函数经常不一致,代理人和委托人之间存在着对工作的详细信息、代理人的能力、品德和偏好的信息不对称,度量代理人业绩的成本昂贵。所以,除非委托人能有效地约束代理人,否则代理人做出的决策通常不是最优的,这就有可能产生机会主义行为。委托—代理问题的解决原则是如何建立一种激励机制,使代理人的行为有利于委托人的利益。这也为激励理论的产生提供了理论依据。

1.1.4 企业的不完全契约理论对企业本质的进一步揭示

为了进一步揭示企业的本质,西方经济学家近20年来发展了企业的现代契约理论。现代契约理论的最新和最重要的成就是不完全契约理论。根据哈特(Hart)^①的解释,完全契约是指标准的委托代理模型中的一种最优契约,它在最大可能的程度上明确规定了未来状态所有各方的责任。在完全契约的世界里,未来各方当事人都无须对契约进行修正或重新协商,因为所有可能出现的偶然情况都应该被预期到,并且已经被纳入最初的契约中。完全契约建立在两个假设之上:一是个人理性假设。即有理性的决策者具有满足效用函数的稳定偏好,其决策选择受到预算约束或禀赋约束,并在约束条件下实现效用最大化。二是缔约和履约环境的完全市场假设。即不存在外部效应,信息是完全的,有足够的买者和卖者可供选择。现代契约理论认为所有的契约都是不完全的。

事实上,科斯等人的研究也隐含着合约的不完备思想,然而他们更关注的是企业合约相对于市场合约的长期性,而未能关注企业合约也是不完备的这一要点。但哈特等人则直接提出了企业合约不完备的论点。哈特认为,契约不可能包括所有的未来各方的权利和责任,即“契约中包含缺口和遗漏条款”。

^① Hart, O., 1988, "Incomplete Contracts and the Theory of the Firm", *Journal of Law, Economics and Organization*, 4 (1): 119-139.

后来, 哈特根据这一推断提出了企业所有权就是剩余控制权这一观点。这一观点来源于对特定产权和剩余产权的划分。一般来说, 企业契约的权利有两个, 一个是特定权利, 一个是剩余权利。特定权利是在契约中明确规定的权利。特定产权除了特定财产所有权外, 还包括特定的经营权 (或特定控制权)、固定契约收益权。特定产权的存在是因为契约的完全性或明确性。在一定的范围条件下, 契约条款是完全的, 执行是明确的。但是, 现实中, 契约是不完全的 (具体原因下面将解释), 也就是说契约并不能全部列举所有未来发生的内容, 由此产生了契约规定外的权利, 即剩余权利, 哈特称为剩余控制权, 而且干脆把剩余控制权定义为所有权。剩余产权存在的原因是契约的不完全性。而契约之所以不完全, 契约理论对此进行了详细的论述: (1) 交易费用的存在。(2) 有限理性的限制。(3) 机会主义行为的存在。(4) 行为的不确定性。(5) 信息不对称。

由科斯开创的企业理论称为“企业契约理论”。它有三个要点: (1) 企业本质是契约关系。企业是一系列合同的组合, 是市场之外个人之间交易产权的另一种方式。用契约形式来解释企业的前提是产权明确。作为签约人的企业参与者必须对自己投入企业的要素拥有明确的产权 (财产权利)。债权人和股东是资本所有者, 投入物质资本; 经理人员和职工是人力资本所有者, 投入人力资本; 没有产权的人无权签约。(2) 企业的特性是契约的不完备性。一个完备的契约是这样一种契约, 它准确描述了与交易有关的所有未来可能出现的状态, 以及每一种状态下契约各方的权利和责任。比如, 供需双方签订的长期供货合同要规定何时、何地交货, 货物的质量标准、价格, 当生产成本变化时价格如何调整, 货款支付方式, 出现违约时的赔偿办法, 意外情况的处理等。这种合同可以近似地看做完备契约。当然, 在现实生活中, 再严格细致的合同也只能看做是理论上的完备契约的一种近似。相反, 如果一个契约不能准确地描述与交易有关的所有未来可能出现的状态以及每一种状态

下的契约各方的权利和责任，这个契约就是不完备的。契约的不完备性是由现实世界的不确定性和交易成本的存在决定的。在一个不确定的世界里，要在签约时预测到所有可能出现的状态几乎是不可能的；就算预测到了，准确地描述所有状态也是困难的；由于信息不对称，当实际状态出现时，当事人对状态取得了一致意见，实际执行的成本也可能太高。企业是一个不完备契约，意味着当不同类型的财产所有者作为参与人组成企业时，每个参与人的状态、收益并没有得到完全的说明。比如合同规定了工人的上下班时间和工资，但并不能规定工人在什么时间干什么事；合同规定了加班有加班费，但不能决定什么时候需要加班。现实世界的不确定性决定企业必须随机应变。正是因为现实的不确定和契约的不完备，企业经营存在不确定性和风险。要使合同规定所有成员的收入是不可能的，总要有人承担风险并相应获得剩余索取权，即最后获得扣除固定合同索取支付（如原材料成本、固定工资、利息等）的剩余“利润”的要求权。从另一个角度说，正是因为风险的存在，契约不能规定所有人都是“固定索取者”，必须有人最后承担风险并决定如何填补契约中的“漏洞”（包括紧急处置和改变契约关系），亦即剩余控制权。（3）契约的不完备性意味着存在一系列剩余索取权和控制权分配的分布。上面的分析可以看出，产权交易的结果是“剩余索取权和控制权”，也就是通常所说的“企业所有权”，企业剩余索取权和控制权的分配就是企业所有权安排。问题是什么样的剩余索取权和控制权分配是最优的，亦即，谁应该拥有企业所有权，如何配置？

经济学家认为，将剩余索取权和剩余控制权共同配置给同一主体是最优的，由此产生了剩余产权最佳配置的原则。企业契约理论所提出的剩余产权概念、产生的原因和剩余产权配置的原则是公司治理理论的基础。可以说，不完全契约理论更明白地说明了企业的契约特征，没有不完全契约理论，就没有公司治理的产生。