

总主编：黄汉江



新世纪经济管理博士丛书

资本结构理论

——基于公司控制权考虑的研究

Z I B E N J I E G O U L I L U N

宋晓梅 著



上海财经大学出版社

新世纪经济管理博士丛书

资本结构理论

——基于公司控制权考虑的研究

 上海财经大学出版社

图书在版编目(CIP)数据

资本结构理论/宋晓梅著. —上海:上海财经大学出版社, 2009.11

(新世纪经济管理博士丛书/黄汉江总主编)

ISBN 978-7-5642-0645-1/F·0645

I. ①资... II. ①宋... III. ①企业—资本的有机构成—研究 IV. ①F275.1

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2009)第 198682 号

特约编审: 晓 翰

责任编辑: 张 健

封面设计: 周卫民

ZIBEN JIEGOU LILUN

资 本 结 构 理 论

宋晓梅 著

上海财经大学出版社出版发行
(上海市武东路 321 号乙 邮编 200434)

网 址: <http://www.sufep.com>

电子邮箱: webmaster@sufep.com

全国新华书店经销

常熟市兴达印刷有限公司印刷装订

2009 年 11 月第 1 版 2009 年 11 月第 1 次印刷

850×1168 1/32 6.5 印张(插页:1) 163 千字

印数:0 001—1 900 定价:13.00 元

新世纪经济管理博士丛书

编辑委员会

(均以姓氏笔画为序)

顾 问

- | | |
|-----|-------------------------|
| 干志坚 | 国家建设部原副部长、教授级高工 |
| 于光远 | 原中共中央顾问委员会委员、著名经济学家、研究员 |
| 乌家培 | 国家信息中心总经济师、研究员、教授 |
| 曲格平 | 全国人大常委会环资委主任、教授 |
| 许 毅 | 国家财政部财政科学研究所原所长、教授 |
| 许溶烈 | 国家建设部原总工程师、教授 |
| 苏 星 | 中共中央党校原副校长、《求是》杂志原总编辑 |
| 杨 慎 | 国家建设部原副部长 |
| 杨正彦 | 国家新闻出版总署原副署长 |
| 周道炯 | 国务院证券监督委员会原主席、中国投资学会会长 |
| 项怀诚 | 国家财政部原部长 |
| 钱伟长 | 上海大学校长、教授、院士 |
| 储传亨 | 国家建设部总规划师、教授级高工 |
| 廉 仲 | 原国家城乡建设部常务副部长 |

- | | | | | | |
|------|-----|-----|-----|---------|-----|
| 主任委员 | 王洪卫 | 石礼文 | 刘红薇 | 陈康民 | 陆 鸣 |
| | 陆海平 | 林应清 | 唐海燕 | 黄汉江 | 盛松成 |
| | 傅建华 | 臧新民 | 樊行健 | 戴复东(院士) | |

总 主 编 黄汉江

副总主编 俞 冲 李 懿 陈远腾 黄国平 史立辉

委 员

- 马 一 国家发展改革委员会投资研究所研究员
马志福 国家发展改革委员会投资研究所研究员、经济学博士后
王宏经 西安建筑科技大学教授、《基建优化》总编辑
王洪卫 上海财经大学副校长、教授、博导
王剑琴 华南理工大学管理系教授
王新友 同济大学教授、博导,上海东江集团公司总裁
方荷生 苏州大学财经学院教授
甘培根 中国人民银行总行金融研究所原所长、研究员
石礼文 上海建工集团原董事长、教授级高工
史立辉 上海京兆置业有限公司董事长、博士、客座教授
卢 谦 清华大学教授、深圳大学教授
卢祖安 国家统计局投资统计司副司长、高级统计师
白 瑛 国家建设部著名建筑管理学家
冯 彬 对外经济贸易大学国际经济研究所副所长、教授
吕长江 吉林大学商学院副院长、教授、博导
伍 平 湖南财经学院教授
庄俊鸿 江西财经大学教授
关振民 东北财经大学教授
刘红薇 国家财政部部长助理、高级会计师
刘启瑞 国家财政部预算司原副司长
刘学敏 天津商学院教授
刘隽亭 天津商学院教授
刘惠生 山西财经大学教授
孙兆康 陕西财经学院教授
杨 劲 原重庆建筑大学管理学院教授

杨兰茹	国家建设部审计局局长、高级经济师
杨季美	西南交通大学管理学教授
李 懿	上海平土实业集团总经理、高工、博士、客座教授
李云峰	国家电网经济技术研究院战略所长、博士、研究员
李启明	东南大学土木工程学院副院长、教授
李慧中	复旦大学经济学教授
邱元拔	集美大学副校长、教授
何 征	原重庆建筑大学管理学教授
何万钟	原重庆建筑大学管理学教授
邱华炳	厦门大学经济学院教授、博导
沈荣芳	同济大学管理学院原院长、教授
应望江	上海财经大学教授、博士
邵以智	中国人民大学教授
陈康民	上海理工大学原校长、教授、博导
陆 鸣	上海市南汇区副区长、高级经济师、客座教授
陆海平	上海市建设委员会原副主任、教授级高工
张 达	中央广播电视大学第一副校长、教授
张屹山	吉林大学商学院院长、教授、博导
张华镛	安徽大学经济学院副院长、教授
陈伟峰	上海瀛通(集团)有限公司董事长、客座教授
陈远腾	上海凯基置业有限公司董事长、客座教授
陈霜华	上海金融学院国际贸易系常务副主任、教授、博士
武克敏	上海对外贸易学院党委书记、教授
林 勇	中国人民大学教授、博士
林少培	上海交通大学建筑学院教授
林应清	上海市房地局副局长、高级工程师、客座教授
罗永泰	天津财经学院首席教授、博士
金润圭	华东师范大学商学院原院长、教授、博导

- 郎荣燊 中国人民大学教授
- 赵国杰 天津大学管理学院教授、博导
- 赵海宽 中国人民银行总行金融研究所原所长、研究员
- 赵铁生 天津大学管理学院副院长、教授
- 郝文贤 内蒙古财经学院教授
- 胡 昊 上海交通大学建工学院教授、博士后
- 侯 昶 南京工业大学教授
- 俞 冲 上海冲佳电力工程安装有限公司董事长、客座教授
- 姚梅炎 中央财经大学教授
- 聂名华 中南财经政法大学教授、博导
- 顾士俊 浙江大学教授
- 顾孟迪 上海交通大学管理学院教授、博导
- 钱从龙 东北财经大学教授
- 钱昆润 东南大学教授
- 徐 衡 天津财经学院教授
- 徐文通 中国金融学院原院长、教授
- 徐君如 贵州财经学院教授
- 唐海燕 上海立信会计学院院长、教授、博导
- 黄汉江 《基建管理优化》总编辑、上海立信会计学院工商管理学院院长、原上海理工大学投资与建设学院院长、教授、荣誉博士、博导、政协委员
- 黄良文 厦门大学教授
- 黄国平 上海万峰企业集团董事长、客座教授
- 盛松成 中国人民银行上海分行副行长、博导、教授
- 屠梅曾 上海交通大学管理学院系主任、教授、博导
- 葛玉辉 上海理工大学管理学院教授、博士
- 董肇君 天津城市建设学院管理系主任、教授
- 景宗贺 原中国建设银行投资研究所所长、研究员

傅建华	上海浦东发展银行行长、高级经济师
雷良海	上海理工大学审计处处长、教授、博导
雷仲麓	中南财经政法大学教授
廖 承	湖南财经学院教授
臧新民	上海浦东新区人民政府副区长、高级工程师
樊行健	西南财经大学副校长、教授、博导
潘正汇	山东经济学院教授
戴复东	同济大学高新建筑技术研究所所长、教授、院士

总 序

人类进入 21 世纪,就进入了科学技术突飞猛进的新时代、进入了知识经济迅速兴起的新时代。如何应对新世纪知识经济的挑战,人类必须坚持科学创新、技术创新、管理创新、理论创新和知识创新。因而,我们诚邀经济学博士和管理学博士们撰写“新世纪经济管理博士丛书”,以传播创新的经济管理前沿知识。“新世纪经济管理博士丛书”由上海市基本建设优化研究会、上海基本建设优化研究所和《基建管理优化》编辑部等单位联合组织编纂。

上海市基本建设优化研究会成立于 1985 年,原名中国基本建设优化研究会上海分会,由上海市委宣传部批准,属上海市社会科学界联合会成员,系学术性社会团体。本会的宗旨是遵守宪法、法律、法规和国家政策,遵守社会道德风尚,应用国内外先进的优化理论、方法,积极开展基建优化研究,为我国尤其是上海的现代化建设贡献力量。该研究会会员遍布上海投资与建设领域,其理事会由浦东新区人民政府、上海市建设委员会、上海市计划委员会、上海市教育委员会、上海市财政局、上海市民政局、上海市市政工程管理局、上海市房地局、宝钢集团、上海市建工集团、上海市房地集团、上海市城建集团、上海市建材集团、中国建设银行上海市分行、上海各大建筑设计院、国家有关部委建筑设计单位和建筑局(公司)、复旦大学、交通大学、同济大学、上海理工大学、上海财经大学、华东理工大学、上海大学、华东师范大学、上海社会科学院、上海立信会计学院等领导、专家、学者、教授组成。

上海基本建设优化研究所于 1992 年由上海市市政工程项目管理局批准成立,主要从事基建领域四技服务和基建设计优化、基建施

工优化、基建投资优化、基建管理优化等方面的科学研究,同时也参与策划、编纂本专业方面的著作、教材、工具书等。

《基建管理优化》创刊于1989年,立足上海、联合华东、面向全国,拥有全国一流的基建管理研究阵营:国家有关部委领导任顾问;220多名副教授、高级工程师等以上职称的专家、学者组成的编辑委员会;110多名教授、研究员等全国著名专家、学者和厅局级以上干部组成的常务编委会。真是精英荟萃!《基建管理优化》得到了国家建设部、国家财政部、国家发改委、国家新闻出版总署、国家铁道部、国家统计局、中国建设银行、中国建筑总公司等有关部门领导或专家、学者的大力支持;得到了中央党校、清华大学、中国人民大学、复旦大学、交通大学、同济大学、上海理工大学、上海财经大学、上海大学、华东理工大学、华东师范大学、上海立信会计学院、浙江大学、南京大学、东南大学、南京工业大学、厦门大学、天津大学、重庆建筑大学、哈尔滨建筑大学、深圳大学、东北财经大学、中南财经政法大学、中央财经大学、中国金融学院、西南财经大学、江西财经大学、湖南财经大学、山西财经大学、陕西财经大学、天津财经学院、贵州财经学院、新疆财经学院、浙江财经学院、山东经济学院、天津商学院等40多所大专院校领导或学者、教授的大力支持;得到了中国社会科学院、国家发改委投资研究所、中国建设银行投资研究所、冶金部建筑研究总院以及《求是》杂志等30多个研究机构领导或学者、专家的大力支持。该刊主要研究投资经济管理、基建经济管理、建筑经济管理、房地产经济管理、市政工程经济管理等学科。

“新世纪经济管理博士丛书”编辑委员会委员主要来自相关财经大学和有关综合性大学的经济管理学界的知名学者和教授以及国家有关部委的知名专家、学者。其作者均是经济学或管理学博士和博士后。

我们真诚地预祝“新世纪经济管理博士丛书”的编纂工作圆满

成功！同时衷心感谢丛书顾问、领导、编委和作者们的大力支持和热情关心！

新世纪经济管理博士丛书

总 主 编：

黄汉江

2009 年 11 月

前 言

资本结构作为企业利益相关者权利义务的集中反映,影响并决定着公司治理结构。从控制权角度来理解公司的资本结构,有重要的理论内涵;基于控制权考虑的资本结构理论研究,对于规范企业融资行为,优化公司治理结构,提高企业经济效益,推进国有企业改革具有重大的现实意义。

本书主要利用博弈论与信息经济学的理论与方法,对基于控制权考虑的资本结构优化选择问题进行了详细的研究。全书内容主要包括以下几点:

第一章,主要对研究主题及意义进行阐述,并对基本概念与国内外研究进展作出介绍,最后概括了本书的主要研究内容与创新点。

第二章,介绍现代资本结构理论,它们是本书研究的理论基础。研究了资本结构与公司控制权之间的相互作用,说明资本结构与控制权之间存在着密切的联系,是互为因果的;在此基础上详细介绍了控制权与资本结构理论的几个主要代表性理论模型。

第三章,研究企业融资过程中各利益相关人的利益冲突与代理成本。详细研究了股权与债权融资中涉及的各利益相关人的利益冲突、道德风险与冲突原因,并在此基础上提出了冲突规避的方法,以及引起的资本结构选择优化问题。

第四章,基于管理者内部控制公司的特点,建立了最优金融契约模型,并进一步研究基于控制权最优配置的资本结构选择问题及其含义;通过建立控制权竞争的两个子博弈模型,研究了控制权市场的收购威胁对于资本结构选择的影响;从破产违约造成的控

制权转移的角度,通过建立模型说明了负债契约的控制权转移特征可能导致的资本结构变化,并提出了最优负债结构的选择方法。

第五章,研究了经理人与股东的资本结构选择即使在收购与破产威胁下也不一致的问题,因此提出了研究资本结构选择优化的新思路。并基于经理人持股的考虑,通过建立控制权竞争、分红均衡与市场交易等动态博弈模型,研究了分散的股东发动控制权竞争情况下,经理人持股选择与所有权结构均衡的问题。

第六章,在分析我国公司治理效率低下的原因的基础上,研究了商业银行公司治理的特点,以及商业银行公司治理问题更严重的原因。通过建立控制权、经理人持股与贷款投资决策的模型,研究了基于公司控制权考虑的经理人持股对银行风险行为的影响,提出了公司控制权问题比道德风险问题更为重要的观点。最后提出了国有商业银行公司治理的政策建议,与需要重点研究的方向。

目 录

总序	(1)
前言	(1)
1 绪论.....	(1)
1.1 问题提出与研究背景.....	(1)
1.2 本书意义.....	(18)
1.3 主要研究内容与研究思路.....	(19)
2 资本结构与控制权理论概述.....	(23)
2.1 经典资本结构理论概述.....	(24)
2.2 现代资本结构理论概述.....	(26)
2.3 考虑公司控制权的资本结构理论.....	(30)
2.4 小结.....	(50)
3 公司融资、代理成本与利益冲突分析	(53)
3.1 企业融资中的代理成本与信息不对称.....	(53)
3.2 企业融资中的主要利益冲突.....	(55)
3.3 小结.....	(68)
4 考虑公司控制权的资本结构优化.....	(70)
4.1 IPO 阶段的最优契约与资本结构优化.....	(72)

4.2	控制权竞争与资本结构优化	(83)
4.3	负债与破产危机对资本结构的影响	(95)
4.4	小结	(108)
5	考虑控制权的资本结构选择冲突分析	(110)
5.1	考虑控制权的杠杆水平选择中的利益冲突 分析	(110)
5.2	考虑控制权的所有权结构选择冲突分析	(124)
5.3	小结	(139)
6	商业银行改造与控制权、资本结构研究	(140)
6.1	我国商业银行存在的公司治理问题分析	(140)
6.2	商业银行公司治理特点与利益冲突分析	(148)
6.3	商业银行控制权、经理人持股与银行贷款	(154)
6.4	政策与未来研究的含义	(169)
	参考文献	(174)
	后记	(190)

1 绪 论

1.1 问题提出与研究背景

1.1.1 问题提出

1. 现实需要

目前我国正在进行以市场为导向的经济体制改革,其中一个主要问题就是国有企业的制度改革与创新。国有企业通过股份制改造、发展资本市场与控制权市场,可以将自己推向市场,有利于规范市场主体行为,提高资源配置效率,这是我国企业改革的必经之路。

自 1994 年以来,随着以建立股份制为内容的国有企业改革的深入和发展,我国上市公司的体制和公司治理有所转变,但这种改变仅仅是形式上的,其内部运行结构并没有发生根本性变化。其直接表现是国有企业改制后,公司治理效率低下问题依然突出,主要体现在:一是内部人控制和大股东的超强控制同时并存。一方面,随着股份制的确立,以经理人为主的企业内部经营管理者对企业的经营控制权过大,且缺乏有效的监控机制,各利益相关主体及公司内部组织结构的相互制衡机制弱化,内部人控制问题严重,道德风险行为普遍。另一方面,我国的股份制企业,即使是上市公司,其股权的集中度也过高,大小股东之间持股比例相差特别悬殊,一股独大的现象相当普遍,大股东容易侵犯小股东的利益,实现对公司的“掠夺”;而且,当大股东控制着管理层或管理层持有较大股份时,代理成本和“掠夺”行为是合二为一的。二是在企业外

部,作为国有股权资产所有者通常是控股股东的各级政府部门对企业的直接干预过多、过滥,使得尽管是经过股份制改造的股份制企业,其治理结构仍然具有明显的行政干预下的内部人控制的特征^[96]。

资本结构作为企业利益者相关权利义务的集中反映,影响并决定着公司的治理结构,进而影响并决定着企业的价值取向、控制权安排、资源配置能力、管理效率、权益分配机制、激励制度及利益相关者的利害关系,等等。可以说,资本结构是现代企业的“基因”。

然而,以我国股份制改造最为彻底的上市公司为例,其与发达国家上市公司的资本结构有着很大的不同,与传统理论也很不一致,主要体现在:

(1) 我国上市公司的股权融资偏好。我国股份制公司在对外融资和融资资金的使用方面,普遍存在着股权融资偏好和融资资金配置效率低下的问题^[94]。

从图 1-1 中可以清晰地看出,我国上市公司在 1993~1997 年间有强烈的股权融资偏好,股权融资比重远远大于债权融资。而在 1998 年和 1999 年,上市公司似乎一改以往的偏好,加大了债权融资比重。其实,这是制度因素导致的。1997 年以前,由于制度不完善,配股条件宽松,上市公司可以肆意配股,扩大权益性融资。1997 年国家提高了配股门槛,后又经 1999 年与 2001 年略作修改,最终确定为只有连续 3 年净资产收益率的平均值不低于 6%,才具有配股资格。所以,1997 年以后进行配股的上市公司大大减少,权益融资份额自然也就大幅下降。同时,配股政策改革后,因为对增发的要求不是很高,增发因此成为上市公司权益融资的首选。