

“十二五”国家重点图书·中国公司治理发展报告
中国公司治理分类指数报告Ⅲ·NO.1 (2011)

Report on Finance Governance
Index of China's Listed Companies
(2011)

(2011)

中国上市公司 财务治理指数报告

高明华 等/著



经济科学出版社
Economic Science Press

“十二五”国家重点图书·中国公司治理发展报告
中国公司治理分类指数报告Ⅲ·NO.1(2011)

Report on Finance Governance
Index of China's Listed Companies
(2011)



(2011)

中国上市公司 财务治理指数报告

高明华 等/著



图书在版编目 (CIP) 数据

中国上市公司财务治理指数报告. 2011 / 高明华等著.
—北京: 经济科学出版社, 2011. 12
(中国公司治理发展报告)
“十二五”国家重点图书
ISBN 978 - 7 - 5141 - 1253 - 5

I. ①中… II. ①高… III. ①上市公司 - 财务管理 -
研究报告 - 中国 - 2011 IV. ①F279. 246

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2011) 第 231814 号

责任编辑: 金 梅
责任校对: 杨 海
版式设计: 代小卫
技术编辑: 李 鹏

中国上市公司财务治理指数报告 (2011)

高明华 等著

经济科学出版社出版、发行 新华书店经销
社址: 北京市海淀区阜成路甲 28 号 邮编: 100142
总编部电话: 88191217 发行部电话: 88191540
网址: [www. esp. com. cn](http://www.esp.com.cn)

经济理论编辑中心电话: 88191435 88191450

电子邮件: jjll1435@126.com

北京中科印刷有限公司印装

787 × 1092 16 开 29.5 印张 640000 字

2011 年 11 月第 1 版 2011 年 11 月第 1 次印刷

ISBN 978 - 7 - 5141 - 1253 - 5 定价: 62.00 元

(图书出现印装问题, 本社负责调换)

(版权所有 翻印必究)

作者简历

高明华，1966年8月生，教授，博士生导师。南开大学经济学博士，北京大学经济学博士后，入选教育部“新世纪优秀人才支持计划”和北京市“新世纪社科理论人才百人工程”。先后就职于南开大学、北京大学和中国银行总行。现为北京师范大学经济与工商管理学院副院长，北京师范大学公司治理与企业发展研究中心主任，经济与工商管理学院战略管理系主任，公司治理研究所所长，兼任中国经济改革研究基金会国民经济研究所研究员，清华大学政治经济学研究中心学术委员、南开大学公司治理研究中心学术委员、中央财经大学中国发展和改革研究院研究员、中国社会科学院研究生院政府政策与公共管理系学位委员会委员等职务。



曾主持和参与各类研究课题近40项，独立、合作出版著译作35部，发表论文和研究报告200余篇。相关研究成果（包括合作）曾获第十届和第十一届孙冶方经济科学奖、国家级教学成果二等奖、北京市第六届和第八届哲学社会科学优秀成果二等奖和一等奖、天津市第五届和第八届哲学社会科学优秀成果二等奖和一等奖。

代表性著作主要有：《权利配置与企业效率》（专著，1999）、《公司治理：理论演进与实证分析——兼论中国公司治理改革》（专著，2001）、《完善公司董事会》（译著，2008）、《公司治理学》（专著，2009）、《中国上市公司高管薪酬指数报告（2009）》（专著，2010）、《政府公司的法人治理》（译著，2010）、《中国上市公司信息披露指数报告（2010）》（专著，2010）、《治理公司：全球化时代的规制和公司治理》（译著，2011）、《中国上市公司高管薪酬指数报告（2011）》（专著，2011）等。

主要研究方向：公司治理、企业理论、转型经济、国有资产监管与运营、企业发展战略等。

国家社会科学基金项目（批准号 09BJL023）最终成果
中央高校基本科研业务费专项资助项目阶段性成果

课题组组长：高明华

课题组副组长：杜雯翠 朱 松

课题撰稿人：	高明华	杜雯翠	朱 松	曾 诚
	李欲晓	吕兆德	张海燕	于换军
	葛 伟	谭玥宁	张相竹	郭兴越

数据系统开发：孙运传 余 斌

数据收集：	谭玥宁	包璐璐	苏 然	贾 鑫
	张 瑶	宋盼盼	陈 晖	吴俊丽
	刘 波	陈梦醒	张相竹	

课题联络人：杜雯翠

目 录

中国上市公司财务治理指数报告(2011)

导 论	(1)
第1章 财务治理的演进及理论研究	(5)
1.1 财务治理的形成和发展	(5)
1.1.1 西方财务治理的演进	(5)
1.1.2 中国财务治理的演进	(9)
1.1.3 财务治理演进的特征	(12)
1.1.4 财务治理研究反思及发展趋势	(14)
1.2 财务治理理论研究	(16)
1.2.1 财务治理的理论基础	(17)
1.2.2 财务治理的基础理论	(20)
1.2.3 财务治理的应用理论	(26)
1.3 财务治理信息披露及评价研究	(32)
1.3.1 信息披露与财务治理	(32)
1.3.2 财务治理信息披露机制	(33)
1.3.3 财务治理指数评价	(35)
1.4 本章小结	(38)
第2章 财务治理指数评价范围及方法	(41)
2.1 财务治理指数评价样本和指标体系	(41)

2.1.1	财务治理指数评价样本	(41)
2.1.2	财务治理指数指标体系	(42)
2.1.3	财务治理指标计分方法	(43)
2.2	财务治理指数计算方法	(45)
2.3	财务治理指数影响因素	(47)
2.3.1	治理因素	(47)
2.3.2	特征因素	(49)
2.3.3	其他因素	(50)
第3章	财务治理指数排名及比较	(52)
3.1	财务治理指数总体排名	(52)
3.1.1	财务治理指数分值整体分布	(52)
3.1.2	财务治理指数分值离散情况	(54)
3.1.3	财务治理指数前后 100 名	(55)
3.2	分地区财务治理指数比较	(59)
3.2.1	各区域上市公司财务治理指数比较	(59)
3.2.2	省际上市公司财务治理指数比较	(62)
3.3	分行业财务治理指数比较	(64)
3.4	分所有制财务治理指数比较	(67)
3.5	沪深两市上市公司财务治理指数比较	(70)
第4章	财务治理分项指数排名及比较	(71)
4.1	财务治理分项指数总体情况	(71)
4.2	财权配置指数排名及比较	(72)
4.2.1	财权配置指数总体比较	(72)
4.2.2	分地区财权配置指数比较	(73)
4.2.3	分行业财权配置指数比较	(76)
4.2.4	分所有制财权配置指数比较	(78)
4.2.5	其他维度财权配置指数比较	(80)
4.3	财务控制指数排名及比较	(82)
4.3.1	财务控制指数总体比较	(82)
4.3.2	分地区财务控制指数比较	(83)
4.3.3	分行业财务控制指数比较	(86)
4.3.4	分所有制财务控制指数比较	(89)
4.3.5	其他维度财务控制指数比较	(90)

4.4	财务监督指数排名及比较	(92)
4.4.1	财务监督指数总体比较	(92)
4.4.2	分地区财务监督指数比较	(93)
4.4.3	分行业财务监督指数比较	(96)
4.4.4	分所有制财务监督指数比较	(99)
4.4.5	其他维度财务监督指数比较	(100)
4.5	财务激励指数排名及比较	(102)
4.5.1	财务激励指数总体比较	(102)
4.5.2	分地区财务激励指数比较	(103)
4.5.3	分行业财务激励指数比较	(106)
4.5.4	分所有制财务激励指数比较	(108)
4.5.5	其他维度财务激励指数比较	(110)
第5章	财务治理指数影响因素及实证分析	(113)
5.1	财务治理指数的可能影响因素与研究假设	(113)
5.1.1	治理因素的可能影响	(114)
5.1.2	特征因素的可能影响	(116)
5.1.3	控制变量	(117)
5.2	财务治理指数影响因素分析	(118)
5.2.1	描述性统计	(119)
5.2.2	相关度分析	(120)
5.2.3	财务治理指数影响因素分组分析	(123)
5.3	财务治理总体指数的多元回归分析	(125)
5.4	财务治理分项指数的多元回归分析	(128)
第6章	财务治理指数与财务报表重述	(132)
6.1	财务报表重述的含义及原因	(132)
6.2	文献回顾	(134)
6.3	理论分析与研究假设	(135)
6.4	研究设计	(137)
6.4.1	变量定义	(137)
6.4.2	模型设定	(140)
6.4.3	样本和数据来源	(140)
6.5	实证检验	(141)
6.5.1	描述性统计	(141)

6.5.2	自变量相关性分析	(143)
6.5.3	回归模型检验结果	(144)
第7章	财务治理指数、投资效率与企业经营绩效	(147)
7.1	理论分析与假设	(147)
7.2	研究设计	(149)
7.2.1	模型设定	(149)
7.2.2	变量定义	(149)
7.2.3	样本和数据来源	(150)
7.3	实证检验	(150)
7.3.1	描述性统计	(150)
7.3.2	回归检验	(152)
第8章	财务治理指数、审计风险与银行贷款	(158)
8.1	理论分析与假设	(158)
8.2	研究设计	(160)
8.2.1	模型设定	(160)
8.2.2	变量定义	(160)
8.2.3	样本和数据来源	(161)
8.3	实证检验	(161)
8.3.1	描述性统计	(161)
8.3.2	回归结果	(162)
第9章	财务治理指数与证券分析师行为	(170)
9.1	理论分析与假设	(170)
9.2	研究设计	(172)
9.2.1	模型设定	(172)
9.2.2	变量定义	(172)
9.2.3	样本和数据来源	(174)
9.3	实证检验	(174)
9.3.1	描述性统计	(174)
9.3.2	多元回归结果	(176)
第10章	财务治理案例分析	(183)
10.1	中国银行：财务治理指数 VS “骆驼” 评分法	(183)

10.1.1	中国银行财务治理指数计算	(184)
10.1.2	基于银行业视角的中国银行财务治理评价	(185)
10.1.3	基于中国银行视角的银行业财务治理评价	(191)
10.1.4	其他证据：“骆驼”评分法对中国银行财务治理的评价	(192)
10.1.5	案例启示	(193)
10.2	ST 金顶：大股东掏空，董事长自肥	(193)
10.2.1	案例回顾	(194)
10.2.2	案例解读	(195)
10.2.3	案例启示	(199)
	附录：“骆驼”评级体系的具体内容和方法	(200)
第 11 章	主要结论及政策建议	(202)
11.1	主要结论	(202)
11.1.1	关于财务治理指数排名的分析	(203)
11.1.2	关于财务治理分项指数排名的分析	(203)
11.1.3	关于财务治理指数影响因素的分析	(204)
11.1.4	关于财务治理指数有效性的分析	(205)
11.2	提高公司财务治理水平的几点建议	(206)
附表 I	2010 年中国上市公司财务治理指数总体排名	(208)
附表 II	2010 年中国分地区上市公司财务治理指数排名	(266)
附表 III	2010 年中国分行业上市公司财务治理指数排名	(324)
附表 IV	2010 年中国分所有制上市公司财务治理指数排名	(382)
附表 V	2010 年中国 ST 上市公司财务治理指数排名	(439)
附表 VI	2010 年中国创业板上市公司财务治理指数排名	(445)
参考文献		(447)
后 记		(459)

导 论

20 世纪 80 年代末，英国率先发起公司治理运动，其导火索是公司高管薪酬的过度增长，而高管薪酬的过度增长则被认为是缺乏严格的企业内控制度。于是，英国产生了一系列的公司治理委员会和一些有关公司治理的最佳准则，其中包括有关公司内部控制和风险管理条款的《腾布尔报告》（Turnbull Report），该报告是最早涉及财务治理的准则报告^①。

1998 年，亚洲爆发金融危机，而危机的重要原因是企业盈利能力低下，财务信息不透明，企业负债水平超过财务报告的披露信息。金融危机后，西方银行开始要求发展中国家对公司治理进行实质性改革，改革内容主要集中在三个方面：（1）通过更加严厉的法律和政策监管，以及彻底的调查来减少欺诈和腐败；（2）要基于西方会计准则进行更为详细的财务信息披露；（3）建立规模更小同时更为独立的董事会，保护股东和其他利益相关者的权益，同时发挥审计委员会和独立审计师的作用。

2001 年和 2002 年，美国能源巨头安然（Enron）、全美第二大长途电话公司和全球第一大互联网供应商世界通信（Worldcom）相继宣布破产倒闭。两大公司破产的共同原因皆是财务造假，两起丑闻致使美国资本市场风雨飘摇。在这种情况下，2002 年 6 月美国国会通过了《萨班斯 - 奥克斯利法案》，即 SOX 法案。SOX 法案有三个方面备受关注：一是建立一个由 5 名成员组成的公众公司会计监察委员会，对会计师事务所提供的上市审计服务进行监管；二是对上市公司高管人员的造假行为予以重罚；三是在美上市企业必须建立内部控制体系。

2007 年，由美国次贷危机引发了一场席卷全球的国际金融危机。毫无疑问，财务控制不严是次贷危机的主要原因之一。2001 ~ 2004 年，利率的下降使房地产市场升温到近乎疯狂，激烈的竞争导致许多金融机构不再严格按照房屋贷款的要求发放次级贷款，而是降低了标准。它们不仅放松了对次贷借款人的市场准入审查，而且还推出了“零首付”、“零文件”的贷款方式，这种方式不查收入、不查资产，借贷人可以在没有资金的情况下

^① 由于公司高管薪酬过度增长，英国相继出台三个公司治理准则报告和纳入这三个报告精髓的《综合准则》（Combined Code），以及有关公司内部控制和风险管理条款的《腾布尔报告》（Turnbull Report），后者全称为《内部控制：公司董事落实〈综合准则〉指引》。

购房, 仅须声明其收入情况, 而无须提供任何有关偿还能力的证明。如此宽松的房贷政策, 终使隐患成为残酷的现实。

从中国看, 自 1990 年资本市场重建以来, 会计舞弊、财务虚报、利益输送、非法关联交易、利益侵占……从郑百文到银广夏, 从科龙到德隆, 从猴王到莲花, 财务治理问题频频出现。即使走向海外的中国公司, 也难免落入路径依赖的“怪圈”, 像中航油、中国人寿, 不断有股东诉讼见诸媒体。

无疑, 准确、全面、客观地评价上市公司财务治理水平已成为当务之急。

关于财务治理, 西方文献中并没有系统、明确地提出这一概念, 也没有一个完整的理论体系。实际上, 财务治理理论是中国财务学界明确提出并发展的创新性理论, 虽然至今并没有形成统一的共识定义, 对其研究的范围也没有统一的界定。

在理论上, 目前财务治理研究偏静态, 动态研究不足; 偏规范, 实证研究不足。研究内容主要集中于财务治理概念的界定以及财务治理体系框架的构建等基础理论, 缺少财务治理与公司绩效、财务信息质量以及治理效率之间关系的实证研究。由于在财务治理认识上的不一致, 因此, 有关财务治理评价研究更是乏善可陈。即使少有的评价研究, 也存在差异性较大、系统性不足和可操作性差等致命缺陷。

我们认为, 财务治理是公司治理的子系统, 是关于企业财权配置、财务控制、财务监督和财务激励的一系列正式和非正式的制度安排, 这些制度安排通过财务制度将各个财务主体紧密联系起来, 同时通过财务控制、财务监督和财务激励对财务主体形成合理的监督和激励。较高的财务治理质量不仅能够合理配置各财务主体的权责利, 有力控制各个财务环节, 有效监督财务行为, 还能适当激励财务主体, 是公司正常运行的关键保障。

基于以上对财务治理含义和范围的界定, 本报告设计的财务治理指数是基于一个详细和专业的财务治理指标体系, 从财权配置、财务控制、财务监督和财务激励四个方面评价财务治理。具体的, 财务治理指数大致包括以下类别: (1) 财权配置指标, 主要考察企业的各利益相关者是否能够行使好自己的财务决策权; (2) 财务控制指标, 主要考察企业财务权力的执行过程, 包括企业是否有一个健全的内部控制体系和风险控制体系等; (3) 财务监督指标, 主要考察企业各个职能部门以及其他利益相关者对财务权力执行过程的监督, 包括企业的内部监督机制 (审计委员会) 以及外部监督机制 (外部审计师); (4) 财务激励指标, 主要考察企业是否具有足够有效的财务激励机制, 因为财务激励是财务治理的驱动器。

据此, 本报告以国际通行的财务治理准则, 设计了四个一级指标 (即财权配置、财务控制、财务监督和财务激励)、30 个二级指标的指标体系, 在此基础上, 运用科学的方法, 计算 2010 年 1 722 家上市公司的财务治理指数, 并进行评估和排序分析。本报告是对中国资本市场开放以来上市公司财务治理的一次全面评估, 属国际首创性研究, 它构成了财务治理效率与效果实证研究的重要基础, 是提高公司财务治理质量的重要依据, 也是政府机构制订公司财务治理规范的重要参考。尤其是, 它对于引导投资者理性投资、强化公司财务监管和监督、建立规范的财权配置和财务激励机制具有重要的参考价值。

本报告具有如下主要特色：

(1) 全面总结了国内外财务治理的演进和理论进展。本报告认为，财务治理研究是在国内外多学科理论研究成果的基础上形成的；同时，也是现实企业财务运作日趋复杂以及公司治理实践共同推动的结果。财务治理具有融合性、动态性、协调性和制衡性等特征。完善财务治理理论和实践研究，尤其是加强财务治理评价研究，对于提高公司的财务治理水平，协调利益相关者的权益关系具有十分重要的意义。

(2) 首次基于国际财务报告准则和通行的财务治理规范设计财务治理指数指标体系，采用国际上通行的层次分析法（AHP）来确定权重，据此计算的财务治理指数具有科学性、可靠性和可比性，公司可以据此发现自身相对于成熟市场经济国家财务治理上的差距，为公司的国际化发展提供借鉴。

(3) 财务治理指数的计算及评价完全采用上市公司的公开数据，不包含任何主观判断因素，具有客观性、透明性、真实性，监管机构和公司据此可以发现公司财务治理上的漏洞，及早采取措施，防患于未然。

(4) 首次全面评估了中国上市公司的财务治理状况。本报告利用独有的财务治理指数指标体系，从总体以及地区分布、行业属性、所有制性质及上市地点等多角度评价了中国上市公司的财务治理水平。研究发现，中国上市公司财务治理指数基本符合正态分布，大多数上市公司财务治理指数处于不及格的区间，财务治理质量堪忧；东部地区上市公司财务治理水平较高，但财务治理指数的区域差异并不是很明显；金融保险业、传播文化业和运输仓储业的财务治理水平较高，而制造业的财务治理水平普遍较低；国有上市公司的财务治理水平明显高于民营上市公司的财务治理水平；创业板上市公司的财务治理水平较高。

(5) 首次从财权配置、财务控制、财务监督和财务激励四个方面分项评估了中国上市公司的财务治理水平。研究发现，财务控制指数具有较高的均值，而财务激励指数均值最低；地区因素对财权配置指数和财务激励指数没有显著的影响，但对财务控制和财务监督指数具有非常明显的影响；行业因素和所有制因素对财务治理指数的各个分项都有明显的影响；沪深两市主板上市公司在财务控制指数上有较大的差异，总体上，沪市的得分略高于深市的得分；新上市的创业板公司在财务治理方面表现比较突出，反映了新设立板块对公司治理规范有比较好的认识。

(6) 分析了财务治理指数的影响因素，本报告把可能的影响因素分为治理因素和特征因素。研究发现，所有制性质、第一大股东持股比例平方、董事会规模、交叉上市、规模、地区和创业板公司对财务治理总体指数有正向显著影响。通过进一步对财务治理分项指数的分析，可以了解各种因素通过哪个指标影响财务治理总体指数，从而能够更加清晰地了解财务治理指数影响因素的作用途径。

(7) 通过财务治理指数验证了财务治理质量与财务重述之间的关系。研究发现，没有发生重述的公司的财务治理指数明显高于发生重述的公司；从分项指数看，财权配置和财务控制对财务报表重述的作用不明显，但财务监督与财务报表重述发生的可能性负相

关, 财务激励与重述发生的可能性正相关。重述公司的财务监督指数较低的主要原因在于信息披露的充分性不足, 财务激励指数较高的主要原因则在于给予公司高管人员的期权激励较多。因此, 投资者如要避开可能发生财务报表重述的公司, 应尽量选择整体财务治理指数高、同时财务监督指数高而财务激励指数低的上市公司作为投资对象。

(8) 通过财务治理指数验证了财务治理质量与投资效率和经营绩效之间的关系。研究发现, 一方面财务治理能够促进企业资金的有效配置, 降低无效投资; 另一方面, 财务治理也会直接降低代理成本, 从而改善绩效。目前中国上市公司在财务监督和财务控制方面的措施已收到成效, 但在财权配置和财务激励方面有很大欠缺。因此, 上市公司要想改善公司绩效, 必须进一步完善财务监督和财务控制, 同时加强财权配置和财务激励的作用。

(9) 通过财务治理指数验证了财务治理质量与审计风险和银行贷款之间的关系。研究发现, 财务治理质量越好, 非标意见可能性越低。而财务治理降低审计风险主要来自于财权配置和财务监督方面的治理措施。财务治理质量一方面直接降低了代理成本, 降低了信息不对称, 可以为企业带来更多的银行贷款; 另一方面也通过减少企业被出具非标审计意见的可能性, 降低非标审计意见对企业债务融资带来的负面影响, 从而间接对银行贷款产生积极影响。这表明, 提高和改善公司财务治理质量, 尤其加强财权配置和财务监督, 能够为企业带来更多的债务融资。

(10) 通过财务治理指数验证了财务治理质量与证券分析师关注度之间的关系。研究发现, 证券分析师更青睐于财务治理质量较好的公司, 同时对于这类公司而言, 证券分析师盈余预测的准确度也相对较高。而财务治理对证券分析师行为的积极影响主要是通过财务控制和财务监督实现的, 尤其是在对证券分析师盈余预测准确度的影响中, 财务监督起到了非常重要的作用, 而财权配置和财务激励的治理效果并不明显。因此, 如何进一步提高财务治理质量, 特别是提高财权配置和财务激励在财务治理中的有效性, 是值得学术界和实务界深思的重要课题。

(11) 案例分析有较强的典型性。结合 2010 年中国上市公司财务治理指数, 本报告选取了中国银行和 ST 金顶两个典型案例, 评析了这两个案例公司迥异的财务治理水平, 使人们看到了不同质量的财务治理对公司产生的不同影响。

本报告作为对中国上市公司财务治理的首次全面评估, 还具有尝试的性质。如果通过本报告的评估, 能够对中国上市公司财务治理制度的完善和财务治理水平的提高有所裨益, 将是对我们的极大鼓励。当然, 本报告可能存在一些纰漏甚至错误, 希望广大读者批评指正。

北京师范大学公司治理与企业发展研究中心

北京师范大学经济与工商管理学院

高明华

2011 年 11 月

第 1 章

财务治理的演进及理论研究

自 20 世纪末以来，理论界开始了公司治理理论与公司财务理论的融合研究；在实务界，出现了代理问题以及财务信息失真等现象，从而促进了财务治理理论的形成与发展。目前，有关财务治理的性质以及财务治理结构、财务治理机制、财务治理模式的研究已取得较大进展，但有关财务治理理论体系的构建研究尚存在诸多分歧。此外，有关财务治理的实证研究以及有关财务治理信息披露和财务治理评价的研究还十分有限。

1.1 财务治理的形成和发展

20 世纪末至 21 世纪初，世界经济环境发生巨大变化。一方面，经济活动的区域化、一体化与复杂化趋势加强，市场竞争更加激烈；另一方面，在提升公司价值的过程中，人力资源的作用愈发重要，公司来自各利益相关者的压力越来越大，公司内部管理更加困难。这些变化促使理论界及实务界人士更为深入地思考公司财务与公司治理问题。

1.1.1 西方财务治理的演进

西方理论界与实务界并未专门研究财务治理问题。西方有关财务治理的研究主要散见于企业理论、公司治理以及资本结构等研究中。随着传统财务思想向新财务思想的演变以及公司治理理论的发展，西方理论界产生了将公

司财务与公司治理融合研究的趋势，奠定了财务治理理论的基础。

1. 财务治理形成的背景——传统财务思想的理论框架

现代西方财务理论是从 20 世纪初开始发展起来的，大体经历了 12 个里程碑（William L. Megginson, 2002）。1900 年，法国学者贝奇里尔（Bachelier, L.）开始将财务学从经济学中独立出来。现代西方财务学的传统财务思想形成于 20 世纪 50 年代，内容主要包括资产组合理论、资本结构理论、有效市场理论、投资决策理论等。经过 20 世纪 60 年代的发展，现代西方财务学（或传统财务思想）基本上确立了两大理论框架，即以马克维茨（Markowitz）、托宾（Tobin）、夏普（Sharp）、利特纳（Litner）和莫辛（Mossin）为代表的现代资产组合理论和以莫迪利安尼（Modigliani）和米勒（Miller）为代表的，包括资本结构理论、股利政策理论和投资决策理论等在内的现代财务政策理论（沈艺峰，1999）。上述理论框架构成了现代财务理论的基石，对财务治理的形成和发展起到了积极的推动作用。

传统财务理论研究主要遵循新古典经济学的研究范式，以财务的资源配置职能为核心，侧重从数量层面或企业的技术特征对财务的经济属性进行分析，忽视了对现代企业产权契约关系等特征的研究，没有把制度等非数量因素^①纳入财务行为的解释框架，轻视对财务社会属性的研究（贺正强，2008）。由于新古典经济学假设条件的制约，使传统财务思想的理论存在先天缺陷。同时，实证支持也不完整，不能很好地解释企业现实。

2. 财务治理形成的基础——新财务思想的理论框架

20 世纪 70 年代以来，新制度经济学的产权理论、交易成本经济学、契约经济学、不对称信息理论等为西方财务问题研究提供了新视角，形成新财务理论，使传统财务理论向新财务思想演进（葛全民，2004）。

新制度经济学关注制度和结构本身，主要探寻资源配置的制度结构。因此，与传统财务思想关注破产成本和税收等外部因素的影响相比，新财务思想把制度纳入财务学研究框架，强调信号、动机、激励和公司内部治理等企业内部因素^②。新财务思想关注结构或制度设计问题，特别是资本结构的非数量研究，形成西方新资本结构理论。新资本结构理论抛开对最优资本结构的具体求证，以信息不对称理论为中心，着重分析资本结构对公司财权的安排和对财务治理结构的影响，以此展开对资本结构中财务契约治理的研究。西方新资本结构理论主要包括资本结构的代理成本理论、资本结构的信号模型理论及资本结构的控制权理论。

① 新古典经济学一般假定制度和结构为既定的，制度没有成本；认为市场无摩擦，具备完全信息，不存在逆向选择与道德风险等问题。

② 与此同时，新财务思想中不对称信息下的博弈论也取代了传统财务思想中关于价格接受者的假设。

资本结构的代理成本理论（或激励理论）的代表是詹森和麦克林（Jensen and Meckling, 1976）。该理论主要从代理成本角度研究股权和债券的财务治理作用，认为资本结构由代理成本决定，即源自股东和高级管理人员以及股东和债权人之间的两类冲突，会影响经营者的工作努力水平和其他行为选择，从而影响企业的收入流和市场价格。该理论从公司治理角度提出了强调资本结构和经营者行为之间关系的代理成本模型，其基本结论是：企业的最优资本结构是使股权和债权两种融资方式的边际代理成本相等，从而实现总代理成本的最小化^①。

资本结构的信号模型理论（或信息传递理论）认为，在非对称信息条件下，不同的资本结构会向资本市场传递有关企业真实价值的不同信号。内部人选择合适的资本结构，以增强正面信号，避免负面信号。罗斯（Ross, 1977）建立了“激励-信号”模型，分析企业资本结构的决定问题，认为投资者把具有较高债务水平当成一种高质量的信号，即企业举债表明管理层预期有更好的业绩。综合看，债务水平越高，同时企业内部人持股比例越高，企业质量也越高。

资本结构的控制权理论认为，资本结构决定企业控制权的分配。当契约不完备时，谁拥有剩余控制权谁就对企业效率有重要影响。资本结构的选择是企业控制权在不同证券所有人之间分配的选择（Harris and Raviv, 1988；Stulz, 1988^②）。格罗斯曼和哈特（Grossman and Hart, 1988）针对债务的作用建立了一个担保模型。他们认为，适度负债可以缓解股权约束不严和内部人控制问题，因为负债的破产机制可以对管理层形成约束，如果管理层在债务合约方面有违约行为，就应剥夺其控制权。1992年，阿洪和博尔顿（Angion and Bolton）在交易费用和契约不完备的基础上，提出有关财产控制权的资本结构理论，认为公司若以普通股融资，则投资者拥有剩余控制权；如果企业发行优先股，因其没有投票权，则经营者拥有剩余控制权；如果企业以发行债券的方式融资，在能够按期偿还债务的前提下，经营者拥有控制权，否则控制权将由经营者转移给债权人。

新资本结构理论开始了西方理论界有关公司财务与公司治理理论融合的开拓性研究——财务资本结构问题的研究。新财务思想对资本结构的非数量研究借鉴了新制度经济学的最新研究成果，促进了现代财务治理理论的萌芽。

3. 财务治理的萌芽——公司财务与公司治理的融合

20世纪中后期，欧美一些发达国家陆续发生一系列金融欺诈和财务丑闻事件，使公司治理问题成为热门话题。安然事件的发生和《萨班斯-奥克斯利法案》（Sarbanes-Oxley Act）颁布，使各界对公司财务信息披露及公司治理问题的关注达到顶峰。

^① 梅耶斯（Myers, 1977）具体论述了破产的代理成本，认为资产负债率高的公司容易破产，因而容易放弃价值增值的项目。

^② 他们还认为，为了降低代理成本，所有者必须合理设置激励与监督机制，只有当经营者的薪酬与监管成本之和小于代理成本时，治理结构才有效。