



分类号: _____

密 级: _____

UDC: _____

贵州财经学院

硕士学位论文

贵州省改制企业资本结构优化与公司治理完善

刘国洁

专业名称: _____ 企业管理

研究方向: _____ 财务管理

指导教师: _____ 覃丽华 教授

年 级: _____ 2004 级

定稿时间: _____ 2007 年 5 月

贵州财经学院

硕士学位论文

贵州省改制企业资本结构优化与公司治理完善

刘国洁

专业名称: 企 业 管 理

研究方向: 财 务 管 理

指导教师: 覃丽华 教授

年 级: 2004 级

定稿时间: 2007.5

Guizhou College of Finance & Economics

Master Degree Thesis

The Capital Structure Optimization and the Administration Structure
Perfection of the Reformed Enterprise in Guizhou Province

Liu Guojie

Major: Enterprise Management

Research Field: Financial Management

Supervisor: Prof. Qin Lihua

Grade: 2004

Date: May, 2007

贵州财经学院学位论文原创性 及知识产权声明

本人郑重声明：所呈交的学位论文，是本人在导师的指导下，独立进行研究工作中取得的成果。除文中已经注明引用的内容外，本论文不含任何其他个人或集体已经发表或撰写过的作品成果。对本文的研究做出重要贡献的个人和集体，均已在文中以明确方式标明。因本学位论文引起的法律结果完全由本人承担。

本学位论文成果归贵州财经学院所有。

特此声明

学位论文作者签名：

年 月 日

摘 要

回顾改革的历史过程,在 20 世纪 90 年代,国有企业的资本结构总体上以高负债为特征,过高的资产负债率不仅导致企业沉重的债务负担和再融资的困难,使企业失去发展能力,也导致公司治理结构不完善以及治理机制弱化。21 世纪以来,国家继续加大力度对国企进行改革,虽然取得了巨大的成就和丰富的经验,但是一些深层次矛盾和问题逐步暴露出来。例如,相当一部分企业还不适应市场经济的要求,经济效益低下,法人治理结构不完善,国有股偏大,不能形成相互制衡的股权结构,董事会、经营班子和监事会成员基本都是以前国有企业人员,难以形成决策机构、执行机构和监督机构互相制衡的机制,这些矛盾和问题只能在深化国有企业改革的过程中才能解决。加快国有企业改革的步伐已成为当务之急,重中之重。

目前,贵州省改制企业在资本结构和治理结构方面也存在一些矛盾和问题,严重阻碍了企业改革的步伐,这些矛盾和问题归纳起来主要有以下几点:

1. 未改制上市的国有企业资产负债率偏高。据贵州省国资委有关资料显示:截至 2006 年 6 月,省 94 家重点企业户均资产负债率为 61.43%,其中,国有企业为 72.16%,公司制企业为 57.24%;户均资产负债率比去年增长 1.62 个百分点,其中:国有企业增加 2.97 个百分点,公司制企业增加 1.34 个百分点。

2. 改制后的企业股权结构不合理,国有股权比重偏高。据省国资委有关资料显示:截至 2006 年 6 月,在抽样的改制的 81 家企业中,国家资本所占比重为 53.5%,集体资本所占比重为 0.15%,法人资本所占比重为 41.3%,个人资本所占比重为 4.35%,外商资本所占比重为 0.7%。在抽样的 94 家重点企业中,国有及国有控股企业比重占 70.2%,集体控股企业比重占 3.75%,其他控股比重占 26.05%。

3. 直接融资状况不佳。目前,贵州省改制企业直接融资的发展明显滞后,规模仍然偏小,其中主要来源于股票融资,债券和商业汇票融资的发展相对比较缓慢,直接投资和商业信用等融资方式也没有得到很好的利用。

4. 国有资产管理体制改革不到位,不能形成有效的股东监督和约束。主要表现为国有股权管理制度不健全和国有资产产权主体缺位,没有解决好谁是国有股的代表问题。

5. 银行监督和约束机制弱化。虽然四大国有银行商业化进程进行了大部分,但其受地方政府的约束仍很严重,对企业基本上仍是“软约束”,且破产威胁小,也弱化了对经理人非生产性消费和过度投资行为的约束。

存在上述问题的原因是多方面的,既有经济的原因,又有深层次的体制原因:

1. 体制因素的影响。改革开放后,国家在财政分配体制、投资体制和融资体制等方面发生了一定的变化,但是大多改制企业不能适应市场经济的要求,经营效率下,造成企业严重的债务拖欠。

2. 资本市场发育不完善。由于贵州处于西部不发达地区,经济发展相对比较落后,所以资本市场的发展也比较滞后,主要表现为:上市公司数量少;上市公司大多规模小,

市值低，融资与再融资规模小；上市公司中蓝筹股、核心资产少；部分上市公司经营业绩恶化；上市公司资源短缺，企业资本运营能力差。

3. 企业融资技术手段低下，融资方式单一。贵州地处西部不发达地区，受各种条件限制，吸引省外资本以及国外资本直接投资的能力比较弱；省内民营企业发展滞后，也没能力进行大规模的对外直接投资活动；再加上人们观念比较落后，企业资产质量低下，企业利用商业信用融资比较困难。因此，企业不得不把资金来源转向银行贷款，由此限制了企业对其他融资手段的使用，导致企业只能采用单一的融资方式。

4. 企业用人机制不完善，经营效益低下。目前由国企改革造成的股份制企业，其经营班子人员基本上是由原来的班子演化而来，或由政府任命。经理层所受的约束不是来自市场，而是政府主管部门。并不优秀的人凭借关系和政府地位占有国有资产，使得资源配置和使用的效率低下；论资排辈和凭借关系来安排职位和工作的现象依然存在，从而使得优秀人员的工作积极性得不到发挥，人才流失严重。

针对以上问题及成因，我们应该从内部和外部两方面来优化其资本结构和治理结构，协调资本结构和治理结构的关系；同时，建立一套与资本结构相适应的、并适合贵州省改制企业发展的公司治理模式——股权主导下的利益相关者共同治理模式。

资本结构的优化：

1. 从外部环境来看，要加快资本市场和商业银行体制的改革，为企业资本结构的改善提供良好的外部环境。第一，加快股票市场的改革，允许非流通股上市流通，促使股票市场结构的合理化。第二，改变国有银行和改制前企业的非正常关系，使银企借贷关系真正转变为市场交易关系，从而实现银企债权债务的归位。第三，大力发展资本市场，建立和完善市场主导型资本生成机制，提高直接融资比例。第四，加强市场环境的优化，形成良好的市场环境，为企业公平竞争、健康发展提供必要的生存空间，从而使企业资金达到良性循环，为优化企业资本结构提供必要的保障。

2. 从企业自身角度来看，企业资本结构优化必须实现和企业资产结构、企业治理结构以及完善用人制度，提高管理人员素质相结合。

治理结构的优化：

1. 关于外部治理的优化主要从以下几点来考虑：加强银行的治理功能，根据贵州的实际情况，可以借鉴日本主银行制度，发挥银行在现阶段公司治理中的相机治理作用；加强股票市场治理功能的发挥；建立和完善经理人市场。

2. 有关内部治理的优化，作了以下探讨：强化董事会的监督职能；加强对经理层的激励与约束机制；强化监事会的监督；让职工参与公司治理；进一步改革企业的组织制度。

关键词：改制企业；资本结构；治理结构；治理效率；优化完善

Abstract

Review the historical course of the reform, in the 1990s, the capital structure of the state-owned enterprise(SOE) regarded high liabilities as the characteristic generally, the high asset-liability ratio not only causes enterprise's heavy debt burden .but also make enterprises lose ability of developing, cause company's administration structure not to perfect and manage the mechanism to weaken . Since the 21st century, country strengthens dynamics carry on reform to SOE, make enormous achievement and abundant experience to continue, but some profound contradictions and questions are exposed progressively. These contradictions and problems could be solved during the process of deepening SOE reform. Accelerating the paces of the SOE reform becomes task of top priority.

At present, there are also some contradictions and questions in structure of the capital and administration structure in the reformed enterprise of Guizhou Province, having hindered the paces of enterprise's reform seriously, these contradictions and questions sum up and have the following several points mainly:

1. The asset-liability ratio of SOE not re-organized according to modern corporate system to get listed on the stock market is on the high side.

2. The enterprise stock right structure after reforming system is unreasonable, state-run stock right proportion is on the high side.

3. The state of direct financing is not good. At present, the development of direct financing of reformed enterprise of Guizhou Province obviously lags behind, the scale is still small, among them stem from stock financing mainly, the development of the bond and commercial draft financing is relatively slower, such financing ways as direct investment and commercial credit etc. have not got very good use either.

4. The management system reform of state-run assets is incomplete, can't form the effective shareholder to supervise and restrain. Shown as the omission of main part of property right of imperfect and state-run assets of management system of the state-run stock right mainly, who does it settle well representative problem of state-owned stock.

5. The bank supervises and restrains are weak. Though the commercialized process of four major state-run banks has carried on the majority, its restraint which receives from the local government is still serious, have unity with the main part of property right of the reformed enterprise, it is still " soft restraint " basically to enterprises, it is not productive consumption and restraint of the over-investment behavior to the manager to weaken too.

Exist above-mentioned reason of problem in many aspects, there are economic reasons, and there is a profound system reason:

1. Influence of the system factor. After reform and opening, the country has changed

certainly in distributing system, investment structure and financing system in finance etc., but most reformed enterprises can't meet the needs of market economy.

2. The development of capital markets is not perfect. Because Guizhou is in the western under-developed area, economy develops slowly, so the development of the capital market relatively lags behind.

3. The technological means of financing of enterprises is low, the financing way is single. Guizhou is located in the under-developed area in the west, limited by various kinds of conditions, the ability of the direct investment of the capital is weaker outside the capital and country that attract outside the province; So, enterprises have to turn capital source to the bank loan.

4. Enterprise's employing mechanism is not fine. it is low to manage benefit.

To question and origin cause of formation the above, we should optimize their capital structure and administration structure both inside and outside, coordinate the relations of structure of the capital and administration structure; Meanwhile, set up one set in conformity with structure of the capital, and suit the development company administration way of reformed enterprise of Guizhou Province ---Interests common administration ways of persons who are correlated with under the leading factor of the stock right.

Optimization of the structure of the capital:

1. According to external environment condition, accelerate the reforms of the capital market and commercial bank system; offer the good external environment condition for improvement of enterprise's capital structure.

2. On the point of view of one's own enterprise, enterprise's capital structure must realize to optimize with enterprise's assets structure, enterprise's administration structure and perfect the employing system, improve administrative staff's quality and combine together.

Perfection of the administration structure:

1. The optimization managed from outside is considered from the following several points mainly: Strengthen the administration function of the bank, Full play strengthening the stock market and managing the function; Build and perfect manager's market.

2. The optimization of inside control probe into the following: Strengthen the supervision function of the board of directors; Let the worker participate in company's managing; Reform the organization systems of enterprises further.

Key words: Reformed Enterprise; Capital Structure; Governance Structure; Governance Efficiency; Optimize and Perfect

目 录

前 言..... 1

1 资本结构理论与公司治理分析..... 6

 1.1 资本结构理论研究分析 6

 1.1.1 对称信息理论..... 6

 1.1.2 非对称信息理论..... 7

 1.2 公司治理研究分析 7

 1.2.1 国外公司治理研究分析..... 7

 1.2.2 国内公司治理研究分析及其含义..... 8

 1.3 公司治理主体与客体 9

2 不同资本结构影响下的公司治理模式..... 10

 2.1 英、美公司治理模式 10

 2.1.1 英、美公司资本结构的特点及其对公司治理的影响..... 10

 2.1.2 英、美公司治理模式的有效性分析..... 10

 2.1.3 英、美公司治理模式的不足..... 10

 2.1.4 英、美公司治理模式的发展新趋势..... 11

 2.2 德、日公司治理模式 11

 2.2.1 德、日公司资本结构的基本特征及其对治理结构的影响..... 11

 2.2.2 德、日公司治理模式的有效性分析..... 12

 2.2.3 德、日公司治理模式的弊端..... 12

 2.2.4 德、日公司治理模式的发展新趋势..... 12

 2.3 东亚家族控股模式 13

 2.4 不同治理模式效率比较 13

3 贵州省改制企业资本结构的现状及成因分析..... 15

 3.1 贵州省改制企业资本结构的现状分析 15

 3.1.1 未改制上市的企业资产负债率偏高..... 15

 3.1.2 改制后的企业股权结构不合理，国有股权比重偏高..... 15

 3.1.3 直接融资状况不佳..... 16

 3.2 贵州省改制企业资本结构现状的成因分析 17

 3.2.1 体制因素的影响..... 17

 3.2.2 资本市场发育不完善..... 17

 3.2.3 企业融资技术手段低下，融资方式单一..... 18

 3.2.4 企业用人机制不完善，经营效益低下..... 18

4 改制企业资本结构对公司治理的影响..... 20

 4.1 企业资本结构与治理结构的关系 20

4.1.1	资本结构是公司治理结构的基础和依据.....	20
4.1.2	公司治理结构是资本结构的表现和结果.....	20
4.2	贵州省改制企业资本结构影响下的治理结构的特点	21
4.2.1	国有资产管理体制改革不到位,不能形成有效的股东监督和约束....	21
4.2.2	改制企业代理问题严重.....	22
4.2.3	银行监督和约束机制弱化.....	22
5	贵州省改制企业资本结构优化与治理结构完善.....	23
5.1	现代公司制企业的重要特征	23
5.1.1	股权结构的分散化.....	23
5.1.2	融资方式多样化.....	23
5.1.3	所有权与经营权的分离.....	23
5.2	改制企业资本结构的选择	23
5.3	贵州省改制企业资本结构的优化	24
5.3.1	从外部环境来看,要加快资本市场和商业银行体制的改革,为企业资本结构的改善提供良好的外部环境.....	24
5.3.2	从企业自身角度来看,企业资本结构优化必须实现和企业资产结构、治理结构以及完善用人制度,提高管理人员素质相结合.....	26
5.4	治理结构与财务目标的选择	27
5.5	改制企业治理模式的选择方向	28
5.5.1	改制企业治理模式的选择标准.....	28
5.5.2	提高改制企业治理效率的发展方向.....	28
5.6	贵州省改制企业治理结构的优化	29
5.6.1	内部治理的优化.....	30
5.6.2	外部治理的优化.....	32
	参考文献.....	34
	后 记.....	36
	致 谢.....	37
	附 录.....	38

前言

1. 选题背景、研究意义与价值

1) 选题背景

国有企业改革是在市场经济体制改革过程中不断探索和深化的,总体上可以分为三个阶段:一是放权让利;二是转换企业经营机制;三是建立现代企业制度。每一项改革措施的实行,都试图打破原有的格局,摆脱原有经济体制的束缚,使企业焕发出新的活力。总体而言,国有企业的改革是一个渐进的过程。

回顾改革的历史过程,在20世纪90年代,国有企业的资本结构总体上以高负债为特征,过高的资产负债率不仅导致企业沉重的债务负担和企业再融资的困难,使企业失去发展能力,也导致公司治理结构不完善以及治理机制弱化。首先是在单一投资下的所有权主体缺位。从筹资的角度来看,国企以前的改革,都是在没有改变企业产权制度的前提下进行的,没有从根本上改变企业融资结构的生成机制,国家单一投资主体的性质仍然存在。因为国企所有权主体的长期缺位,企业治理的主体也长期不明确,企业屡次受到上级主管部门的行政干预,这种多重委托—代理关系下的行政化治理行为不能有效解决所有者与经营者之间的利益冲突,以及约束与激励等治理机制的不健全,最终导致经营者失控和内部人控制。其次是债权治理软约束。由于我国国企所有者与债权人是同一主体,国企的负债不能简单等同于西方融资理论中的债务。市场经济条件下的融资,是建立在市场主体多元化、风险分散化和利益最大化的基础上的,是债权人与经营者按照自身利益的要求和市场规则,以信用为纽带确定的契约关系。而我国改制企业的债务不是市场选择的结果,企业对银行的借贷所反映的是同一利益主体下的不同经营单位之间的借贷关系,他们之间不存在利益上的冲突。即使有不一致的地方,也一般通过政府采取行政手段来协调,因此这种借贷关系只是形式上的、虚拟的。在这种虚拟的契约关系下,经营者面临债务的潜在压力很小,因此破产机制成为摆设。在这种情况下,企业的实际控制权并不能随着负债率的提高从所有者转向债权人,相反,由于信用廉价和债权治理功能的弱化,甚至会加速企业的过度投资、过度负债。^①

21世纪以来,国家继续加大力度对国企进行改革,按照《公司法》对大中型企业进行了规范的公司制改造,对具备条件的企业改制为有限责任公司或股份有限公司;对符合上市条件的组建规范的上市公司,发行股票上市交易,募集社会资金;虽然取得了巨大的成就和丰富的经验,当前已进入了攻坚阶段,但是一些深层次矛盾和问题逐步暴露出来。例如,相当一部分企业还不适应市场经济的要求,经营机制不活,技术创新能力不强,债务和社会负担沉重,生产经营艰难,经济效益低下,法人治理结构不完善,国有股偏大,不能形成相互制衡的股权结构,董事会、经营班子和监事会成员基本都是以前国有独资企业人员,难以形成决策机构、执行机构和监督机构互相制衡的机制。这

^① 国务院国资委研究室. 国企改革与发展和国资体制改革进展情况[J]. 国有资产管理, 2007, (1).

些矛盾和问题只能在深化国有企业改革的过程中才能解决。加快国有企业改革的步伐已成为当务之急，重中之重。

随着改革的深化，人们越来越认识到企业所存在的根本问题，国有企业必须适应市场的变化和竞争的要求。未来国企改革趋势是加强经营稳定性和科学性，进行体制创新。因此，建立与社会主义市场经济体制相适应的现代企业制度被提上了议事日程。现代企业制度，本质上是建立以股份制为特征的规范的公司制度。它是以产权清晰和产权结构多元化为基础，在投资者所有权和法人财产权相分离的前提下，以法人治理结构为核心的微观企业制度。因此，国企的股份制改造，意味着将通过产权结构的调整，由单一的国家所有逐步转向投资主体多元化、资本结构合理化，以构建现代企业有效运作的产权基础。同时建立起权责明确、监督与激励机制完善的组织结构与制度安排，使企业的经营行为合理化、市场化。而要建立真正的现代企业，必须充分考虑到影响现代企业建立和发展的两个重要要素：资本结构和治理结构。但是，在优化资本结构和完善治理结构这两方面，还不能找到一份令人满意的答卷，还存在一系列问题。

因此，本文尝试着从资本结构和治理结构的特征及之间可能存在的关系进行探讨，希望能够找出影响资本结构和治理结构的真正因素，通过对这些因素的调整，实现资本结构和治理结构的双重优化，一方面，推动企业改革的顺利实现；另一方面，促进改制后的企业能够长期、稳定、健康的发展，实现企业价值最大化的目标。

2) 研究的意义和价值

随着社会主义市场经济体制改革的不断深入与发展，国有企业显现出明显缺陷：政企不分、产权主体不明晰、代理成本高、内部人控制严重等等一系列问题，严重阻碍了我国经济的发展。然而解决这一问题最重要的是建立一个真正代表全民利益、低成本、高效率的国有产权代理制度，其中国有企业资本结构与治理结构改革显得尤为重要。资本结构与治理结构，是企业理论与实践中的两个重要问题，中外实践表明，二者对企业绩效均有显著影响。由于这两个结构是围绕着完全不同的目的构建的，所以原有的理论研究也就相应地追求单一最佳。如此做法势必会人为地阻断要素之间的有机组合，导致上述结构组合带有明显的片面性和局限性。目前贵州省国有企业不仅存在上述同样的矛盾和问题，而且还有它自己独特的缺陷，这些都阻碍了贵州省国企改革步伐和推进速度。截至 2006 年 10 月底，贵州省符合改制的国有中小企业 3221 户，已改制 2309 户，改制率为 71.7%，远低于全国平均 98% 的水平。鉴于此，本文试图结合贵州省企业改制的实践对企业资本结构与治理结构特征及相互之间可能存在的关系进行探讨，希望能够找出影响资本结构和治理结构的真正因素，并通过对这些因素的调整，实现双重优化的目标，从而推动国企改革的顺利进行；另外，通过建立真正的董事会和监事会等管理和监督机构，促进改制后的企业能够长期、稳定、健康的发展，实现企业价值最大化的目标，具有一定的理论意义和重要的实践价值。

2. 资本结构理论与公司治理研究现状综述

资本结构理论研究早期着重于定性研究和推理,如早期的MM理论和存在税收和财务危机成本下的权衡理论的论证。后来相继有些学者从定量角度并通过实证研究的结果来进行检验,比如产业组织下资本结构的研究。由于可以用公式或者模型来进行表示,所以资本结构理论研究比较容易让人接受,但是,与现实相比却存在着差距,比如代理理论,尽管将代理成本包含的内容进行了分析,但是代理成本影响资本结构的程度有多深,代理成本的各种表现形式的值究竟应该是多大却没有相应的方法来确定。

MM理论认为在完善的资本市场上,没有破产风险,没有税收等假设条件下,企业价值和资本成本与企业的资本结构无关;MM理论的许多前提假设,即使是在公认的比较发达的美国资本市场也无法达到其要求,因此它也只是一种理论证明。实际上我们认为资本结构对公司的价值是有影响的。排序理论、信号理论、代理理论、产业组织下的资本结构理论以及机会窗口理论都从不同侧面进行了分析和证明,但这些却都是针对特定的某个角度进行的研究,各种理论都没有普遍的适用性。

国内学者对于企业资本结构理论的研究相对滞后,1989年朱民和刘利利的“企业金融资本结构之谜—现代企业资本结构理论”介绍了现代企业资本结构理论的重要内容及其发展演变过程。张维迎(1995)较详尽地介绍了企业融资的M—M模型、信息传递模型、控制模型等。陈峥嵘(1996)、沈艺峰(1999)等或详或略地回顾了这一理论演进过程。同时,我国学者对我国企业资本结构状况、形成原因以及优化对策等进行了探讨。但仍存在许多不足,如张维迎(1996)、忻文(1997)、杨瑞龙(1998)等众多学者提出高负债型资本结构。但在我国国有企业股份制改造中部分国企经改制上市,其融资渠道相对未改制和改制后非上市企业来说,渠道拓宽了,资本结构已出现新情况。简单地用“高负债型”已不能概括国有上市企业的新变化,而只适用于未改制企业及部分改制后非上市企业。^①

公司治理问题成为国内外理论界和实务界的研究热点,一是因为公司作为服务和商品的提供主体,在各国经济与社会生活中的地位越来越重要,因而要求公司进一步规范自己的行为;二是因为“公司治理”与“公司管理”、“公司经营”等概念相比,在权利制衡、监督机制、利益相关者关系等方面的考虑,更具有全面性和经济民主的色彩,因而更符合现代经济社会发展的趋势。国外对公司治理较为系统的研究是从20世纪70年代开始的,早期主要研究“三会”之间的制衡机制以及它们与经理层之间的关系。随后,公司治理理论的内涵和外延都有了新的变化,出现了关注股东利益和保护利益相关者共同治理等公司治理理论。国内大部分学者以前谈到公司治理都以美国为典范,认为美国的公司治理结构很规范,其内部制衡力量能够保证上市公司如实披露信息,从而保证市场的透明度。但自从“安然事件”等财务丑闻之后,他们发现美国上市公司同样存在严重的制度缺陷,即无法杜绝虚假信息披露,进而开始重新思考能否找到一个让公司实际控制人如实披露信息的有效公司治理机制。由于企业不同资金来源的组合产生不同的资本结构,而资本结构背后反映的是相关利益主体,包括股东、债权人与经营者之间

^① 刘飞,汤孟飞.资本结构与公司治理研究综述[J].番禺职业技术学院学报,2006,(3).

不同的权责利关系。股东、债权人及经营者等相关利益主体之间的特殊关系又产生了代理成本。因此，公司治理所要解决的主要问题就是如何降低代理成本，以及在信息不对称的情况下，如何设计一个有效的企业各利益相关主体之间激励相容的约束机制。

目前，专家学者们对贵州省改制企业资本结构与治理结构的研究还比较少，可参考的资料也比较少，在研究贵州改制企业资本结构和公司治理时，一定要进行客观的分析，不能沿用过去的既定理论，套用已有模式来寻求公司资本结构的最佳搭配。尤其贵州目前处于资本市场发展不够完善、企业管理水平较低的阶段，我们在应用时，一定不能忽视特定前提条件，在进行相关研究时，要进一步深入思考和分析，从而形成更符合实际的资本结构理论。

3. 论文的主要内容

贵州省改制企业的现实困境与治理结构的不健全密切相关，而资本结构不合理又是导致公司治理结构不健全的原因所在。未改制企业的资本结构总体上以高负债为特征，改制后的企业股权结构不合理，国有股比重偏高。过高的资产负债率不仅导致企业沉重的利息负担和企业再融资的困难，使企业失去发展能力，同时也导致公司治理结构失效和治理机制弱化。国有股份过大，股权过度集中，一方面使中小股东参与权力有限，助长了大股东不顾中小股东的利益而控制公司经营权的行为；另一方面影响了法人治理结构，使得传统的政府干预企业的现象变成了经营者干预企业的现象。因此，以资本结构优化为起点，以治理结构优化为核心的企业改革是适合贵州省省情的正确选择。

本文的研究主要是以资本结构的优化为起点，以公司治理的构建与完善为核心，最终探讨适合贵州改制企业发展的资本结构和公司治理模式。本文在系统研究企业的资本结构和公司治理理论发展的基础上，结合分析比较发达国家资本结构和公司治理的关系，分析了影响公司治理效率的若干因素，并针对贵州省国企改革过程中资本结构和公司治理模式存在的问题，提出适合贵州省改制企业资本结构和公司治理模式的若干构想。论文共有以下内容。

前言，主要分析探讨选题与立意的背景与意义、相关问题研究现状的综述。

第一部分是公司治理及资本结构理论的综述与分析。从理论层面上分析公司资本结构和公司治理，是延续导论综述的基础上对公司治理以及资本结构理论的历史沿革进行详细的分析。同时，对相关概念的含义加以界定。

第二部分是英、美和德、日公司治理模式研究。拟具体对英、美股东主导型公司治理模式，德、日债权人主导的公司治理模式分别进行研究；分别分析英美、德日与东亚等公司的资本结构的特征及其对治理结构的影响，几种不同类型的治理结构有效性及不足以及几种不同公司治理模式的发展趋势，最后对几种不同治理模式的效率作了比较分析，以期找到适合贵州国企改革发展的借鉴。

第三部分改制企业资本结构的现状及成因分析，分析传统体制遗传下来的国企的资本结构及其成因。

第四部分改制企业资本结构对公司治理的影响,分析企业资本结构与治理结构的关系,以及贵州省改制企业资本结构影响下的治理结构的特点。

第五部分改制企业资本结构优化与治理结构的完善,首先分析现代公司制企业的重要特征,接着论述改制企业资本结构和治理模式的选择;以及治理结构与财务目标的选择;最后根据构建的适合贵州省改制企业发展的公司治理模式分别探讨企业资本结构和公司治理的优化。

4. 论文研究方法

本论文在广泛收集相关文献的基础上,采用了规范分析、比较分析和博弈论分析等相结合的研究方法。如:1)比较是为了鉴别和择优,本文对西方国家公司治理不同模式进行了比较,通过比较,发现它们的共同点和差异,弄清它们所处的不同环境,以图有所借鉴,来选择适合贵州省省情的公司治理模式。2)企业治理结构的实质是权利制衡,企业本身就是一个人力资本与非人力资本的特别契约,企业的行为特征是各利益相关者之间的博弈。公司治理结构中存在着诸如管理层与股东的博弈、管理层与债权人之间的博弈以及各股东之间的博弈等。

1 资本结构理论与公司治理分析

1.1 资本结构理论研究分析

1.1.1 对称信息理论

Modigliani 和 Mille 经过大量实证研究,提出了企业资本结构与其市场价值的无关性定理(简称 MM 定理)。该定理认为,如果企业的投资、融资政策相互独立,没有企业、个人所得税和交易成本,没有破产风险,资本市场充分有效运行,则企业资本结构与其市场价值无关,即企业无法通过改变资本结构来改变其证券的市场价值。在不同的资本结构下,企业的总价值总是相等的。MM 定理的最大缺陷是把市场看成是完全有效的,这不仅与现实明显不符,也受到了众人的批评,现实中的无关性定理并不成立。20 世纪 70 年代以来,后人放松其假设,使改理论更加接近现实。根据 MM 定理,企业融资无论完全采用债券形式还是股票形式,对企业的价值均无影响。这一结论中并没有明确的公司治理含义,实际上,MM 定理并没有涉及与不同融资方式相联系的代理成本问题。

继 MM 定理之后,学术界对企业资本结构的实证研究也开始兴起。相关研究结果表明:在现实中,企业规模、盈利能力以及经营风险等因素对于资本结构有着重要的决定性影响。同时,经济学家们纷纷放宽 MM 定理中过于简化的理论假设,尝试从破产成本、代理理论、信息不对称等不同的理论基础来研究影响资本结构的主要因素。特别是布罗恩(Browne, 1994)和兰杰(Rajan, 1995)等人对各国企业资本结构的比较研究,极大地拓展了资本结构理论的内涵。德姆赛茨、哈特、布莱尔等人更是把对企业资本结构与企业控制权、公司治理的研究联系起来,他们认为,资本结构不仅是企业自身的决策问题,也与一国的经济发展阶段、金融体系以及公司治理机制等外部制度因素密切相关。^①

税差理论(Farrar and Selwyn, 1967; Brennan, 1970)认为,考虑到债务在公司税务抵扣中的作用,公司价值应随公司债务的提高而提高。破产成本理论(Warner, 1977; Baxter, 1967; Barron, 1974)则在考虑最优资本结构的同时引入了公司过度负债带来的破产成本。破产成本包括公司在破产状态下的所有清偿成本(如各种法律费用、清偿费用等)以及财务困境成本等。权衡理论是建立在对公司债务的税收收益以及债务的破产成本进行权衡考虑的基础之上的,通过权衡债务的成本和收益,推导出公司最优的资本结构。这一理论在不断发展过程中后期考虑了债务的代理成本,形成所谓的后权衡理论。应当注意的是,过分强调财务困境成本的破产成本理论受到了来自 Wruck 等人的批评。他们指出,财务困境也可以带来收益,比如公司重组收益以及组织调整后所带来的资源更有效的利用。当别的经济学家在沿着 MM 定理做着各自的研究和发现的同时,Miller (1977)的市场均衡理论给整个旧资本结构理论画上了一个完美的句号。Miller 在综合考虑了公司的债务税收收益和个人股票、公司债券税收等基础上推演出了更一般的市场均衡模型,认为即使考虑了债务的税收收益,在一定条件下,MM 定理仍然成立。^②

^① 李维安.现代公司治理研究—资本结构、公司治理和国有企业股份制改造[M].北京:中国人民大学出版社,2002:61-65.

^② 张大超.国有企业资本结构与公司治理研究[D].中国优秀博硕士学位论文全文数据库,2004:6-7.

1.1.2 非对称信息理论

为了解决实际问题的需要,专家学者们在MM理论的基础上不断完善和发展资本结构理论。Jensen和Meckling(1976)的著作《企业理论—管理行为、代理成本与所有权结构》提出了非对称信息条件下的资本结构理论,将公司的资本结构与公司治理结构有机的联系起来,对公司治理问题的研究产生了深刻的影响。

信号传递模型(Ross, 1977; Leland and Pyle, 1977)。根据Spence(1977)的信号模型,分析了在非对称信息条件下,内部人通过适当的行为向市场传递有关企业真实价值的信号,外部投资者对这一信号进行分析,内部人再根据外部市场反应作出最佳的投融资决策。^①

融资偏好理论(Myers and Mailuf, 1984)分析了企业发行股票或债权时向市场传递的不同信号。由于信息不对称问题的存在,外部投资者认为,企业如果有好的项目,那么就不应该发行新股票,因为发行股票会稀释原有股东的权益,市场将视企业发行股票为不好的信号,由此“喂食理论”就诞生了,即企业融资的优序应该是内部融资—债务融资—股权融资。

金融契约理论(Smith and Warner, 1979; Diamond, 1984; Harris and Raviv, 1990; Stulz, 1988, 1990)研究的出发点是:如果存在各种代理成本,那么能否通过证券条款内容的具体设计来减少代理成本?这一理论的主要研究思路是从规范的角度出发,通过设计各种契约,如普通债券、可转换债券、可赎回债券等复杂的契约来解决代理成本问题。这一理论中,Harris and Raviv等人从解决公司治理问题出发,探讨金融证券的规范化设计。^②

1.2 公司治理研究分析

1.2.1 国外公司治理研究分析

Tricher(1984)是较早研究公司治理问题的学者之一。他首先考察了随着现代公司的成长,公司集团化带来的集团公司与子公司关系的复杂化而引起的公司组织结构的变化与公司治理问题:1. 关于对行政管理进行监督建议的重新思考;2. 说明责任的问题;3. 对董事会所代表利益的建议;4. 向股东责任限制的挑战,对消费者、债权人及其他利益相关者的保护问题以及公司的社会责任问题重新思考。

青木昌彦与钱颖一的主要贡献是从比较的、历史的角度分析了转轨经济中的公司治理结构改革。他们指出内部人控制是转轨国家公司治理的普遍现象,而控制内部人控制问题则需要建立起对企业的外部监控机制。钱颖一教授在他的《中国的公司治理结构改革和融资改革》一文指出:“在经济学家看来,公司治理结构是一套制度安排,用以支配若干在企业中有重大利益关系的团体——投资者、经理人员、职工之间的关系,并在这种联盟中实现经济利益。他认为,公司治理结构应该包括如何配置和行使控制权、如

^① 张大超.国有企业资本结构与公司治理研究[D].中国优秀博硕士学位论文全文数据库,2004:7-8.

^② 同②.