

NEIMENGGU DIQU SHANGSHIGONGSI
CAIWU GUANLI WENTI YANJIU

内蒙古地区上市公司 财务管理问题研究

范淑芳 王海霞 著



经济科学出版社
Economic Science Press

内蒙古地区上市公司 财务管理问题研究

范淑芳 王海霞 著

经济科学出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

内蒙古地区上市公司财务管理问题研究 / 范淑芳,
王海霞著. —北京: 经济科学出版社, 2014. 12
ISBN 978 - 7 - 5141 - 5341 - 5

I. ①内… II. ①范…②王… III. ①上市公司 - 财
务管理 - 研究 - 内蒙古 IV. ①F279.246

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2014) 第 307250 号

责任编辑: 袁 激
责任校对: 靳玉环
版式设计: 齐 杰
责任印制: 邱 天

内蒙古地区上市公司财务管理问题研究

范淑芳 王海霞 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: 010 - 88191217 发行部电话: 010 - 88191522

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

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

天猫网店: 经济科学出版社旗舰店

网址: [http: //jjkxcbs. tmall. com](http://jjkxcbs.tmall.com)

北京汉德鼎印刷有限公司印刷

三河市华玉装订厂装订

710 × 1000 16 开 14 印张 240000 字

2014 年 12 月第 1 版 2014 年 12 月第 1 次印刷

ISBN 978 - 7 - 5141 - 5341 - 5 定价: 48.00 元

(图书出现印装问题, 本社负责调换。电话: 010 - 88191502)

(版权所有 侵权必究 举报电话: 010 - 88191586)

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

前 言

1990年12月，以计划经济向市场经济转轨为主线的改革开放进行了12年之后，中国最具活力和代表性的两个城市上海和深圳分别宣布证券交易所成立。这标志着在我国绝迹了半个多世纪的股票市场重获新生。证券交易以其特有的资本运作方式，在社会上产生了强大的吸引力和示范效应，而作为证券市场主体的上市公司，因其严密的组织、较高的规范化程度、严格的监管标准而成为公司制的典范，迅速成为我国市场中最具活力的企业代表。经过多年的发展，通过各种渠道上市的各类企业，已经覆盖了所有的省、自治区、直辖市，渗透到了国民经济和社会生活的各个层面，上市公司也成为各地经济社会发展的支柱力量。

对中西部欠发达地区来说，上市公司所特有的融资效率、规模优势以及先进的组织制度效应更显得弥足珍贵。内蒙古自治区作为中国的第三大省区，虽然拥有丰富的自然资源和良好的自然环境，但经济发展水平仍处于较为落后的状态，尤其需要以上市公司为主体的证券市场的推动作用。自1994年5月内蒙古第一家上市公司内蒙华电在上海交易所上市以来，经过20多年的发展，上市公司累计在证券市场筹集资金百亿元。这些公司的成功上市，有效缓解了内蒙古经济建设中资金短缺的矛盾，促进了企业经营机制的转换，也造就了一批龙头企业和知名产品，为内蒙古地区经济繁荣和发展做出了积极的贡献，同时大多数上市公司也成为当地的优势企业，发挥着地区“名片”的作用。不过必须看到，内蒙古的上市公司与发达地区相比，仍然存在着较大的差距，而财务领域的相关问题是这

种差距的重要体现之一。上市公司作为微观经济主体的代表,在既定环境下的融资行为、投资行为、股利分配、公司治理、并购行为、信息披露等影响着公司的价值,也反映了本地区企业发展的外部环境。由于内蒙古的上市公司多为对自然环境影响较大的采掘、制造企业,其对社会责任的承担一直都是公众关注的焦点之一;同时当地政府补助对上市公司的影响尚无研究,所以将社会责任与政府补助也纳入本书的研究范畴。通过对这一群体的研究,全面、客观地探讨内蒙古地区上市公司的相关财务问题,微观上为其他企业优化资本结构、提高治理水平进而提升企业价值提供有益的参考和借鉴;宏观上为本地区经济、金融、法制环境的改善提供真实的资料和证据。本书在研究中不仅使用了传统的理论分析方法,还运用大量的实证分析方法,以尽可能保证研究的科学性与严密性。

本书由范淑芳和王海霞负责设计和统稿,范淑芳负责第六章、第七章、第八章、第九章的撰写,王海霞负责第一章、第二章、第三章、第四章、第五章、第十章的撰写。本书排名按照姓氏拼音列示,不分先后。

本书既是一部有较高价值的学术论著,也是一部内蒙古地区上市公司财务管理相关领域研究力作。相信本书的出版,不仅对金融理论工作者有着较大的启发,而且对金融和经济部门的实际工作者也有相当高的参考价值,同时也可为地区政府和有关部门的科学决策提供理论依据和现实参考。

由于理论与认识所限,本书的不足之处,恳请各位专家和学者批评指正。

作者

2014年11月

目 录

第一章 理论基础.....	1
一、信息不对称理论.....	1
二、委托—代理理论.....	5
三、国内的研究现状.....	7
第二章 内蒙古地区上市公司概况	11
一、内蒙古上市公司发展历程	11
二、内蒙古上市公司发展概况	13
三、内蒙古上市公司与地区经济增长的关系	19
第三章 内蒙古地区上市公司融资行为分析	27
一、我国企业融资模式的演进和特点	27
二、内蒙古地区上市公司融资行为的影响因素分析	30
三、上市公司融资行为的比较分析	36
四、结论与启示	39
第四章 内蒙古地区上市公司治理效应分析	43
一、公司治理的含义	43
二、我国上市公司治理状况	44
三、内蒙古地区上市公司治理效应分析	46
四、上市公司治理状况的比较分析	52
五、结论与启示	56

第五章 内蒙古地区上市公司价值影响因素分析	61
一、公司价值的含义	61
二、内蒙古地区上市公司价值影响因素的实证分析	63
三、上市公司市场价值的差异分析	69
四、结论与启示	71
第六章 内蒙古地区上市公司股利分配分析	73
一、股利分配概述及国内外股利分配理论	73
二、我国上市公司股利分配制度的演进及现状	81
三、内蒙古地区上市公司股利分配现状及影响因素分析	90
四、国外上市公司股利分配政策的经验借鉴	97
五、完善内蒙古地区上市公司股利分配制度的政策建议	102
第七章 内蒙古地区上市公司会计信息披露分析	106
一、上市公司会计信息披露概述及理论基础	106
二、我国上市公司会计信息披露的现状分析	111
三、内蒙古地区上市会计信息披露分析	118
四、内蒙古地区上市公司会计信息披露的治理对策	126
第八章 内蒙古地区上市公司政府补助问题分析	136
一、政府补助理论及相关制度	136
二、我国上市公司的政府补助总体分析	142
三、内蒙古地区上市公司政府补助现状分析	147
四、国外上市公司政府补助政策的经验借鉴	153
五、规范内蒙古地区上市公司政府补助的对策建议	155
第九章 内蒙古地区上市公司履行社会责任问题分析	158
一、企业社会责任的综述	158
二、上市公司履行社会责任的内容及必要性	161
三、我国上市公司履行社会责任的现状	164
四、内蒙古地区上市公司履行社会责任现状及存在的问题	170

五、加强内蒙古地区上市公司履行社会责任的政策建议	179
第十章 内蒙古地区上市公司的并购	186
一、并购的相关理论	186
二、中国上市公司的并购	189
三、内蒙古地区上市公司的并购情况	190
四、结论与启示	203
参考文献	206
后记	214

第一章

理 论 基 础

公司财务一直是微观经济理论的应用科学，是经济学的一个分支。直到19世纪末期才成为一门独立的学科。经过百年多的发展，财务理论到今天已经形成一套完备的理论体系。特别是由莫迪格利安尼和米勒于1958年提出的MM理论进一步奠定了现代公司财务理论的基础。不过，这一理论是以严苛的假设条件为前提的。本书导论部分则更侧重对不完美市场下更具普遍意义的相关理论的整理，这些经典理论在总结实践经验的同时，也为现实中企业的融资、投资、运营等经济活动发挥着重要的指导作用。

一、信息不对称理论

信息不对称理论产生于19世纪70年代，它用以说明相关信息在交易双方的不对称分布对于市场交易行为和市场运行效率所产生的一系列重要影响。在整个70年代期间，这一新理论一直没有受到经济学界的足够重视。直到80年代初期，一些西方经济学家把信息不对称理论引入对金融市场的研究领域，才使这一理论的价值逐渐体现出来。

信息不对称理论是指在市场经济活动中，不同的人员对信息的掌握程度是不同的，处于比较有利地位的往往是信息掌握较为充分的人员，而处于比较不利地位的往往是掌握信息贫乏的人员。其产生的根源在于分工和专业化。在不存在分工和专业化社会中，每个人生产的东西与其他人基本相同，他们拥有的知识也基本相同，此时信息是对称的；但是，随着社会分工的发展，不同的人专业化于不同的领域，人们拥有的知识便会不同，信息不对称便产生在现实生活中。许多市场都存在信息不对称的特征，例如，二手车商比顾客更了解供

出售汽车的状况,居民比税务当局更了解自己的财务状况,经理和董事会比股东更清楚公司的盈利能力,投保人比保险公司更清楚自身的风险等。信息不对称是社会生产力发展的必然现象,是无法避免的。信息不对称可以从两个角度划分,一是不对称信息的内容,二是不对称发生的时间,从而产生了“逆向选择风险”和“道德风险”。

在企业的财务活动中,实际上就是对以数据或文字形式存在的相关信息进行处理、分析进而决策的过程,因此信息的对称与否、对称程度,会直接影响企业的财务行为。所以信息不对称理论成为诸多财务问题研究的起点,对财务理论的发展产生了十分重要的推动作用。

(一) 信息不对称理论与公司资本结构

企业融资理论的核心就是资本结构理论。狭义的资本结构理论指企业各种长期资金来源的构成和比例关系,广义的资本结构则泛指企业各种资金来源的构成和比例关系。企业的融资行为最终都要归结为资本结构的问题,只不过它更强调根据企业内部与外部环境动态选择的过程。

1. 顺序融资理论

以迈尔斯和马赫列夫(Myers and Majlif, 1984)为代表的顺序融资理论(Pecking Order Theory)认为在信息不对称下,投资者对公司资产价值的信息不如公司内部人员那样灵通,那么股票就会被市场错误地定价。如果公司需要发行股票来为新项目融资,那么定价太低就会使新股东获得比该项目净现值更多的利益,而老股东却因此而导致净损失。在这种情况下,即使该项目的净现值为正,也将被放弃;如果公司发行有价证券为新项目融资,证券的价值不会被市场如此严重地低估,那么这种投资不足就可以得到避免。也就是说管理者为避免股票被外部投资者错误地定价而愿意选择发行债务,而内部融资因不牵涉价值低估问题便成为首选方式,即企业的融资顺序是内部融资、债务融资、权益融资。顺序融资理论通过对不同性质的资本进行排序,指出了不同的融资行为对企业价值的影响。

2. 信号理论

在企业融资过程中,企业管理者比外部投资者掌握更多关于企业真实价值

或投资项目质量的好坏的信息，由此而导致逆向选择和道德风险问题，这时融资双方就必须借助一定的机制来改善这种不对称的信息状况。信号理论就是探讨在信息不对称下，企业如何通过适当的方式向市场传递有关企业价值的信号，从而影响投资者的决策。

罗斯（Ross，1977）认为高价值的公司运用较多的负债进行融资，低价值的公司则依赖更多的股票进行融资。利兰和派尔（Leland and Pyle，1977）的研究也表明企业的资产负债率与企业市场价值存在正相关关系。信号理论另一类模型是债务到期选择模型。弗兰纳（Flanner，1986）证明证券市场会形成一个分离均衡，即发展前景好的公司会发行短期债务，而发展前景差的会因不愿承担重新举债的风险而选择长期债务。戴蒙德（Diamond，1991）认为评价等级高的公司选择短期融资，评价等级低的公司没有选择，只能发行短期债务，而中等风险等级的公司则会选择长期融资。

（二）信息不对称理论与公司股利分配

由于完全透明的市场在现实中并不存在，股票市场同样也面临着信息不对称所带来的逆向选择问题。当市场中存在信息不对称时，投资者无法了解企业真实的经营情况，他们只能根据现有的信息及对市场的判断去分析整个行业或整个市场经营情况，并由此推出整个市场的平均情况，从而做出决策。显然这样会导致实际经营情况差的公司股价被高估，而实际经营情况好的公司股价被低估。这时股价被高估的公司（差公司）会非常乐意发行股票进行筹资，而股价被低估的公司（好公司）则不愿再到股票市场上筹资。这样导致的后果就是市场上公司的质量下降，投资者进行市场分析后再次购买股票时愿意支付的股价进一步降低，部分相对经营较好的公司此时也会选择退出市场，如此循环往复，最终市场上剩下的都是经营情况较差的公司，形成典型的次货市场。市场上的信息不对称最终使投资资金流向了较差的公司。

为了降低信息不对称带来的问题，好公司就必须寻找合适的途径向外界传递真实的状况，于是股利政策就成为一个重要的信息传递途径，相应的信号理论就出现了。信号传递假说认为管理当局与企业外部投资者之间存在着信息不对称，相比外部投资者，内部管理者拥有更多企业发展现状及前景的信息。股利是管理当局向外界传递其掌握的内部信息的一种手段，如果他们预计到公司的发展前景良好，未来业绩有大幅度增长时，就会通过增加股利的方式将这一信息及时

告诉股东和潜在的投资者；相反，如果他们预计到公司的发展前景不太好，未来盈利将呈持续性的不理想时，他们往往维持甚至降低现有股利水平，这等于向股东和潜在投资者发出了利空信号。因此股利能够传递公司未来盈余能力的信息，从而股利对股票价格有一定的影响：当公司支付的股利水平上升时，公司的股价会上升；当公司支付的股利水平下降时，公司的股价也会下降。

股利信息传递思想最早是由林特纳（Lintner）提出的，法玛、费舍、詹森和罗尔（Fama, Fisher, Jensen and Roll, 1969）通过研究股票拆细对股票价格的影响同样印证了这一信号传递理论，从此股利信号理论成为学术界研究的热点问题之一。

（三）信息不对称理论与公司并购

一般来说，企业双方都根据所拥有的信息来确定自己的经济行为是否进行或不进行。如果信息不对称非常严重，就有可能为企业的行为所产生的负面效果埋下隐患。企业的并购行为作为经济行为的一种方式，同样遵循非对称信息理论所阐述的规律。关于信息不对称对并购的影响，主要从以下几个方面展开：

1. 信息不对称影响并购效果

在企业并购过程中，并购双方对于并购信息的掌握是不对称的，并购方通常处于信息不利的地位，所以对于并购方来说，是否拥有被并购方真实、足够的信息量是影响其并购效果的关键因素之一。这些信息主要包括：一是关于被并购方的历史的和现状的总体的信息，它涉及被并购方企业的产生、发展过程、行政主管单位、配置规模、员工的构成以及企业的文化等，这些信息的拥有有利于在立体上了解和把握被并购方企业的概况；二是关于被并购方的财务方面的切实信息，包括资产、负债及生产经营等；三是被并购方的外部环境信息，包括目标企业的营销渠道、客户关系等；四是国家的相应政策、法规，行业的相应行规、企业发展的形势，以及并购过程中提供评估、审计等的社会中介机构的相关信息。只有获得足够的信息量后，才能对这些信息进行分析和处理，最后确定并购行为是否进行，从而使并购行为成为切实促使企业发展的有力举措，促使并购双方形成双赢的局面。

2. 信息不对称影响并购的融资方式

信息不对称是影响并购支付方式的主要因素，不同的并购支付方式包含着

关于公司价值的主要信息，因而不同支付方式的市场反应也不同，从而影响着并购双方股东的短期超额收益和并购后公司的业绩。因而关于信息不对称下公司并购支付方式的选择成为西方财务理论界关注的焦点之一。以迈尔斯和马赫列夫（Myers and Majluf, 1984）为代表的观点认为，并购方不同融资支付方式的选择向市场的投资者传递了关于公司价值的内部信息，公司如果采用股票作为支付方式，则可能代表公司目前的股票是高估的，所以宣布采用股票支付被市场视为利空信号，公司的股票价格将会在宣布并购时出现下跌，而现金支付则被市场认为公司目前的股票是低估的，所以现金支付被市场认为是个利多信号。当然，公司的管理层在考虑具体采用什么样的支付方式时，除了自己所拥有的关于公司价值的内部信息外，还有其他方面的考虑，比如说公司的股权结构等。

3. 信息不对称影响并购动因

相对来说，这方面的研究成果目前还偏少，不过相关的结论比较相似。如克拉克（Clarke, 1983）、柯比（Kirby, 1988）、莫晓芳和彭真善（2006）等认为，信息不对称是促使企业跨国并购的重要原因。信息不对称时通过并购进行信息共享对并购双方均有利，且缺乏信息的外国企业并购意愿更为强烈；非对称信息下并购发生的可能性超过对称信息情形。由于外国企业通常比国内企业较少掌握当地市场的相关信息，企业间跨国并购将比国内企业间并购收益更大。这些结论有助于解释当企业拥有并购意愿时，会选择国外企业而不是国内企业作为目标企业，即进行跨国并购而非国内企业间并购的原因。

二、委托—代理理论

现代企业中委托代理关系产生的基础是所有权与控制权的分离，伯列和明斯（Berle and Means, 1932）明确提出了所有权与控制权分离的观点。所有权与控制权（Ownership and Control）是两个不同的概念，所有权是一个法律概念，对应的是权利（Right）；控制权则不依赖于法律，它对应的是实际控制与决策的权力（Power）。尽管法律赋予了所有者享有所有权（权利）并且可以据此行使所有权（控制的权力），但是行使所有权是有成本的。因为这一成本，拥有法律赋予所有权的所有者就不一定愿意、也不一定能够有效地实施其控制权力，如在分散所有权结构下，股东实施控制权力的成本非常高。当所有

权的权利不能转化为控制的权力时,所有权与控制权便发生了分离。

罗斯(Ross, 1973)较早明确提出了委托代理概念:“如果当事人双方,其中代理人一方代表委托人一方的利益行使某些决策权,则代理关系就随之产生了。”^①詹森和米金(Jensen and Micking, 1976)则进一步明确了委托代理关系中普遍存在的两类代理问题:(1)在所有权与控制权分离的情况下,代理人与委托人的目标函数发生偏离,他们的利益产生分化,因而企业的价值小于所有者直接管理企业时的价值,代理成本也就由此而产生了,这便预示着股东和公司管理人之间的代理关系。(2)由于股东个人财富的限制,公司必然会通过外部借款来筹集资金。如果管理者享有完全的剩余权益(即成为股东),他们有更积极的积极性去从事有较大风险的项目,使自己获得成功后的利润,而让债权人承担失败后的损失,这便预示着股东与债权人之间的代理关系,资产替代或投资不足问题普遍存在。

上述委托代理关系的研究主要是在股权结构分散的框架内进行的。然而在股权集中的情况下,另外一类代理问题产生了:控股股东与外部投资者(小股东与债权人)之间的代理关系。拉波尔塔等(Laporta et al., 1999)、查莱森斯等(Claessens et al., 2002)都证明在大多数国家,企业中主要的代理问题是控股股东与小股东之间的利益冲突。由于股权集中的现象在各国普遍存在,对这类代理问题的探讨逐渐成为公司治理研究的焦点之一。约翰逊等(Johnson et al., 2000)使用“利益输送”(Tunneling)一词来描述控股股东转移公司资源的行为。控股股东因此而获得的控制权私人收益,不但不能为小股东、债权人所分享,而且还直接损害这些外部投资者的利益。当控股股东通过金字塔结构或交叉持股方式分离所有权与控制权时,这种掏空行为更加严重(Laporta et al., 1997, 1999; Bebchuk et al., 2000)。在新兴市场上,因为保护小股东的法律不到位,这一代理问题尤其突出(Faccio et al., 2001; Claessens et al., 2002; Lins, 2003)。

委托—代理问题在现代企业中普遍存在,因此这一理论的发展对现代公司的发展意义深远,它可以用来解释、缓解企业现实中存在的许多困惑,如资本结构问题、投资效率问题、公司治理问题、并购问题、信息披露问题等。特别在公司治理方面,正是在委托—代理框架下公司内部治理理论得以进一步发展,如上面提到的大股东治理、董事会治理(Cheng, 2008)、高管层治理

^① Ross. S, The Economic Theory of Agent: the Principle's Problem, *American Economic Review*, 1973, p. 63.

(Walker, 2010) 等。近年来的研究则更注重深入挖掘治理特征（如董事性别、年龄、教育背景等特征）和细分董事会的关系网络治理效应。在外部治理方面则引入了投资者法律保护（LLSV, 1997, 1998, 2000）、政治联系、利益相关者、控制权、媒体监督等。公司治理及其相关研究已经成为当下理论与实务界关注的重要焦点之一。

三、国内的研究现状

在信息不对称与委托—代理理论基础上，中国独特的制度环境为公司财务问题研究和实践提供了特殊的土壤。以建立现代公司制度为目标的企业改革的深入推动了中国公司财务及其相关领域研究的发展，企业融资、投资、股利分配、公司治理、公司并购、信息披露等方面的研究近年来呈蓬勃发展的态势。

（一）融资行为方面的研究

国内对融资行为的研究主要集中在行为结果即资本结构的经济效果和影响因素两个方面。这类研究在我国属于较早开始的领域。

1. 资本结构的经济效果

目前大多研究得出的结论是我国上市公司的负债水平与公司绩效负相关的结论，这一结论一方面反映了公司运用负债资金效率的低下，另一方面反映了负债对公司的软约束。胡援成（2002）的研究表明，公司负债水平与其经济效益存在较强的负相关关系；负债水平与资金占用和使用效率以及债务期限之间不存在显著的关系。陈小悦等（1995）分析了股票收益与资本结构的关系，得出股票期望收益与负债比例负相关的结论。

2. 资本结构的影响因素

（1）融资成本的影响。

陈晓等（1999）、沈艺峰等（1999）、王宁（2000）等的研究以企业的税后利润与权益资本市值之比作为权益资本，都表明我国上市公司的权益资本成本高于债务资本成本，因此从提高企业价值的角度出发，债务融资应该优于权

益融资。而黄少安等(2001)的研究表明股权融资的实际成本大大低于债务融资成本,并将其解释为上市公司股权融资偏好的重要原因。

(2) 公司经营特征的影响。

关于公司经营特征与资本结构的研究,很多都集中在公司业绩、规模与成长性等方面,不同学者也得出了不同的结论。如陆正飞等(1998)、吕长江等(2001)、洪锡熙等(2000)、王娟等(2002)、陈维云等(2002)在这些公司经营特征与负债水平的关系上并没有得到较为一致的结论。

(3) 宏观因素的影响。

总结国外企业资本结构的宏观影响因素,可以归结为金融结构、经济发展和制度环境三大因素。以张维迎(1995)和孙杰(2002)为代表的一批学者从宏观的视角围绕这三大因素诠释我国企业的资本结构。傅元略(1999)、姚琼(2004)、谭克(2005)、肖作平(2005)、王海霞等(2008)等的研究都表明经济形势、资本市场环境、国家的法律制度安排等宏观因素会对企业的资本结构产生深远的影响。

(二) 公司治理方面的研究

公司治理问题提出及其理论发展已有三十余年,公司治理问题本质在于协调公司各类相关者的利益冲突,目的是实现公司价值的提升。遵循国外研究的脉络,我国公司治理理论的研究也大致可以分为两条线索:一条线索(股东控制模式)强调公司内部产权安排(大股东治理、管理层持股、独立董事)的重要性,称为内部治理机制;另外一条线索(市场控制模式)是强调外部治理机制(债权人、公司控制权市场、经理人市场、产品/要素市场等)对于在职经理的约束,称为外部治理机制。

1. 公司内部治理

股东治理方面的研究主要集中在股权集中、国有股、股权制衡等的治理效应;董事会治理方面,主要研究董事会的独立性问题;高管层薪酬和激励方面,近十几年来,国内的研究主要集中于报酬激励约束机制效果的实证分析上,检测管理权力对中国高管薪酬业绩敏感性、高管团队内部薪酬差距、在职消费、盈余管理以及企业绩效的影响。

2. 公司外部治理

随着中国政府对经济干预的减弱以及市场化进程的推进, 检验制度环境及投资者保护的效果逐渐成为研究的热点。利用市场化指数作为衡量制度环境或者治理环境的代理变量, 一些学者检验了制度环境对公司价值、公司治理结构、管理层薪酬、现金股利、资本市场配置效率、行业竞争、股权分置改革和投资行为等的影响。同时, 在制度环境不完善的情况下, 企业与政府的关系会成为公司治理的一种重要外部机制, 特别是在产权保护力度小、政府干预力度大以及金融发展水平落后的地区, 政府联系可以成为法律保护不足的另一种替代机制(王海霞等, 2008; 潘越等, 2009)。

(三) 股利政策方面的研究

企业在经营过程中, 会遇到涉及股利发放时的问题, 如公司获得盈利后的利润应该留存以帮助公司发展还是发还股东、以什么方式发放给股东、股利分配的金额和方式对公司的财富和未来的发展有何影响等, 所以股利政策问题也是公司财务领域长期以来的研究热点。我国研究股利政策较晚, 20 世纪 90 年代初建立资本市场, 90 年代中后期开始探索股利。我国在这一领域研究的一大特色是以西方成熟的股利理论与实证为基础, 结合我国资本市场的实际情况展开。目前的研究主要集中在五个方面: 股利政策的影响因素、利用股利政策大股东的掏空行为、股利的信号传递作用、博弈模型下的股利政策和行为股利政策, 其中行为股利政策是近年随着行为金融学的发展而兴起的, 这类研究跨越了理性决策者的假设, 进而形成了股利迎合理论、后悔厌恶理论以及股利羊群行为等一些基于行为规范式的股利理论。从而加强了股利理论对现实的解释, 弥补了传统股利理论所存在的不足, 不过相关研究仍有待深入。

(四) 公司并购方面的研究

从研究成果看, 目前我国学者对中国上市公司并购问题的研究主要集中在并购动机、并购方式、并购后整合、并购与资本市场发展、并购中介职能以及并购法律问题等几方面。对并购绩效的研究基本上是沿着两条主线展开的: 其一是检验公司并购的证券市场反应; 其二是检验并购对公司经营绩效的影响。