

山东省自然科学基金项目

——公司治理视角下的资本结构与公司绩效关联性研究(Z2008H07) 结项成果

公司治理视角下的 资本结构与公司绩效关联性研究

GONGSI ZHILI SHIJIAXIA DE
ZIBEN JIEGOU YU GONGSI JIXIAO GUANLIANXING YANJIU

徐向艺 王俊韩 张立达 著



经济科学出版社

山东省自然科学基金项目

——公司治理视角下的资本结构与公司绩效关联性研究(Z2008H07) 结项成果

公司治理视角下的 资本结构与公司绩效关联性研究

GONGSI ZHILI SHIJIAOXIA DE
ZIBEN JIEGOU YU GONGSI JIXIAO GUANLIANXING YANJIU

徐向芝 王俊韩 张立达 著



经济科学出版社

食品安全系列丛书

动物和动物源食品中 兽药残留物分析方法

**The Methods for the Analysis of Residues of Veterinary Drug in
Food Producing Animals and Their Products**

国家质量监督检验检疫总局食品安全局
动植物检疫监管司 国际合作(科技)司 编
中国进出口商品检验技术研究所



中国轻工业出版社

责任编辑：柳 敏 李晓杰

责任校对：杨晓莹

版式设计：齐 杰

技术编辑：邱 天

图书在版编目 (CIP) 数据

公司治理视角下的资本结构与公司绩效关联性研究/徐向艺, 王俊韡, 张立达著. —北京: 经济科学出版社, 2011. 3

ISBN 978 - 7 - 5141 - 0419 - 6

I. ①公… II. ①徐…②王…③张… III. ①上市公司 - 资本的有机构成 - 关系 - 企业管理 - 经济效果 - 研究 IV. ①F276.6

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2011) 第 024169 号

公司治理视角下的资本结构与公司绩效关联性研究

徐向艺 王俊韡 张立达 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

电子邮件：esp@ esp. com. cn

北京中科印刷有限公司印装

710 × 1000 16 开 12.5 印张 210000 字

2011 年 3 月第 1 版 2011 年 3 月第 1 次印刷

ISBN 978 - 7 - 5141 - 0419 - 6 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)

问题解答

6	如何用 PLC 编程语言实现继电器电路功能？	难度系数 ★
		人气指数 90 %

问题解答

如图 2-9 所示，为西门子 PLC 222 控制常开继电器的简明原理图。

在 PLC 中编写下载如图 2-8 所示的梯形图程序，当输入端开关闭合时，I0.0 置 1，线圈 Q0.0 得电，从而输出端的回路导通，继电器的输出侧吸合，继而控制外部电路的导通；当输入端开关断开时，I0.0 置 0，线圈 Q0.0 复位，输出端回路不通，继电器的输出侧断开，从而控制外部电路关断。

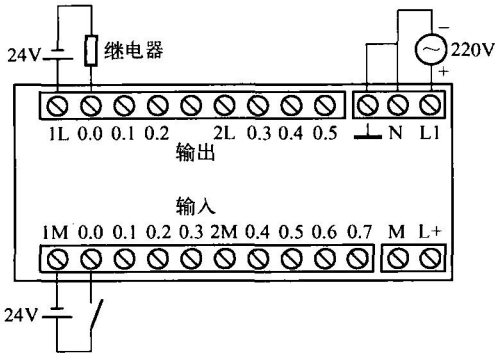


图 2-9 PLC 222 控制继电器接线图

7	如何将程序下载到 PLC？	难度系数 ★
		人气指数 90 %

问题解答

(1) 不同厂商 PLC 的程序下载需要不同的编辑软件，例如，西门子分为 S7-200/300/400 共三种系列 PLC，其中 S7-200 系列 PLC 需要使用 STEP 7-Micro/WIN 软件编写程序，而 S7-300/400 系列的编程软件是 STEP 7 SIMATIC Manager。

(2) 如图 2-10 所示，打开 STEP 7-Micro/WIN。

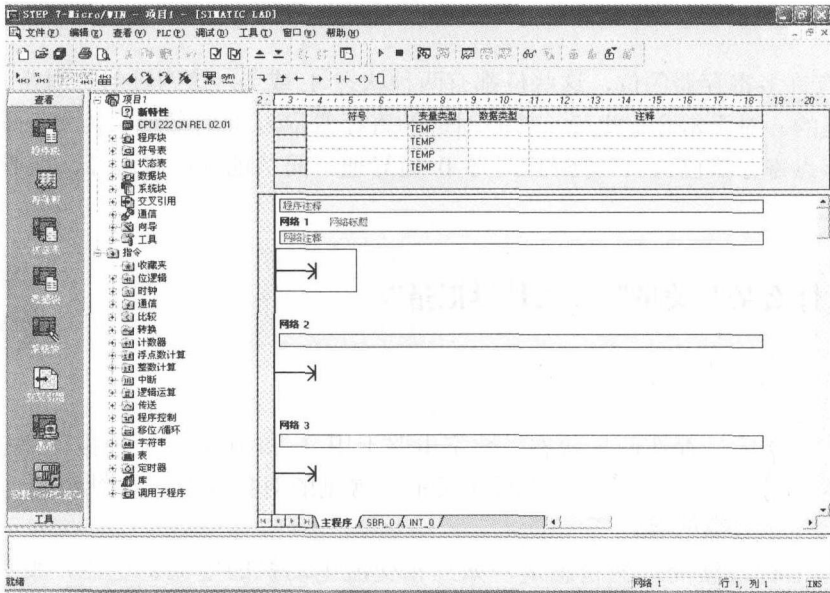


图 2-10 STEP 7-Micro/WIN 软件

前 言

自 1958 年莫迪利安尼和米勒就资本结构与公司价值提出著名的 MM 定理以来，学术界围绕这一问题已经进行了很多研究，逐步形成了资本结构通过影响治理并最终影响公司价值的三个理论：一是激励理论，资本结构通过影响经营者工作的努力程度和其他行为选择，从而在一定程度上调节着委托人与代理人之间的矛盾；二是信号传递理论，企业融资方式的选择具有向外部投资者传递企业经营状况信息的功能；三是控制权理论，融资方式的选择规定着企业控制权的分配，并直接影响着企业控制权的争夺。这三个理论的共同特点是将公司的资本结构与公司的治理结构联系在一起，分析资本结构如何通过影响治理结构从而使企业市场价值发生变化，组成了相对完善的现代企业融资理论。

资本结构表面上看是公司取得资金的各项来源、组成以及相互比例关系，是各种资金来源在公司内部形成的某种状态，但实质上，它是各种资金背后的产权主体相互依存、相互作用、共同生成的某种利益配置格局，这种利益配置格局构成了公司治理结构并且在一定程度上影响公司绩效。在公司治理视角下，股权和债权不仅仅被看作是不同的融资工具，同时还被看作是不同的治理结构，在外部控制权市场上还体现了一定的控制权治理作用。因此，资本结构具有明显的公司治理功能，它不仅决定着企业收入流的分配，而且决定着企业控制权的分配，直接影响着一个企业控制权的争夺。

本书认为，资本结构与公司治理具有目标上的一致性。仅从股权结构上去研究公司治理机制的框架过窄，不足以反映公

司治理的全貌。而从更广泛的公司治理视角去认识和把握公司治理的概念更为恰当,既充分考虑了资本提供者的利益要求,又体现了控制权市场的外部治理作用。因此,本书从更广泛的公司治理视角,将资本结构的治理效应划分为股权治理、债权治理和控制权治理三个方面,运用规范分析与实证分析相结合的方法,研究资本结构与公司绩效的关联性问题。

本书首先从资本结构理论综述出发,梳理出资本结构与公司治理的相互作用机制;随后从企业融资视角,建立了股权治理与债权治理的博弈分析模型,讨论了股权集中和分散的不同情境下,负债约束在改进公司绩效方面不可替代的作用,提出了资本结构非对称和债权治理功能缺失的基本假说。在博弈分析的基础上构建了股权结构、债务结构与公司绩效的互动模型,并通过上市公司的实证数据进行了单方程 OLS 检验和联立方程组 2SLS 检验,为资本结构非对称和债权治理功能缺失基本假说提供了统计支持。接下来从控制权转移角度,运用外部股东套利模型分析了控股股东与普通股东之间的博弈关系,探讨了资本结构的控制权治理效应,论证了控制权转移前后、控制权转移方式、控制权转移程度和控制权转移后新控股方的股权性质对公司绩效影响的差异程度。接着选取中国上市公司 2004~2006 年发生控制权转移的有效样本 105 个,并利用追踪法选取控制权转移前后共 6 年的数据,进行了独立样本 T 检验和 Mann-Whitney U 检验,分析了控制权转移对公司绩效的影响,以检验理论分析的推论。最后根据理论和实证分析的结论,提出相关的建议。

正如米勒教授所言,适当资本结构的选择可促进公司治理结构,而好的治理结构又能确保公司经理层得到更多的资金来完成有利可图的项目。资本结构是公司治理的基础和依据,公司治理是资本结构的表现和结果,两者的共同作用有利于公司绩效的提高。

徐向艺

2010 年 11 月

《动物和动物源食品中 兽药残留物分析方法》编委会

主任委员：葛志荣

副主任委员：秦贞奎 王大宁 鲍俊凯 俞太尉 唐英章

委 员：游忠明 李春风 田 壮 唐光江 史小卫 于文军 刘守贤
肖 良 田克智

主 编：庄无忌

副 主 编：穆乃强 卫 锋 邱月明 王嘉瑞 卢行安 林黎明

审校人员：林 峰 鲍伦军 杨冀洲 朱 坚 方晓明 牟 峻
林维宣 卢 全 张洪卫 王 薇

编译人员：（以下人员按姓氏笔画为序）

于文莲	卫 锋	方晓明	王 刚	王 玫	王 静	王玉萍
王建华	王嘉瑞	占春瑞	卢行安	孙 俐	庄无忌	朱 坚
牟 峻	许 泓	齐立珠	严忠屏	何 霖	吴 斌	张志刚
张洪卫	杨冀洲	邱月明	邹 伟	陈会明	陈家华	陈惠兰
林 峰	林安清	林维宣	林黎明	施小珊	倪忻路	徐 强
郭德华	崔 镜	隋 涛	彭 涛	鲍伦军	穆乃强	潘建伟
董益阳	李淑娟	安 娟	蔡会霞	雍 炜		

序 言

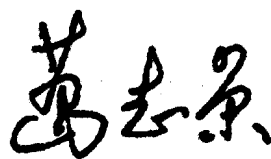
在畜牧业和水产养殖业中，兽药被广泛地用于动物病虫害的防治、保护和改善动物的健康状况，从而促进了动物的生长，为人类提供了更加丰富的动物源食品。然而，由于存在不合理使用兽药的情况，致使动物源食品中存有兽药残留物，使食品具有不安全性。这已成为国内外从政府到社会各界人民大众越来越关注的问题。

为了有效提高食品的卫生质量，保证食品的安全，保护消费者的利益和健康，增强我国动物源食品在国际市场上的竞争力，由原外经贸部、农业部和国家质量监督检验检疫总局共同制定并实施了《中华人民共和国动物及动物源食品残留物质监控计划》，在从饲养场到餐桌的食物供应过程中，对每个可能产生残留物危害的环节，科学周密地加强管理、监控及检验，以确保为消费者提供安全的食品。

为了顺利实施残留物质监控计划，国家质量监督检验检疫总局组织一批专家，根据残留物质的监控要求和进出口动物源食品中兽药残留物检验工作的需要，编写出《动物和动物源食品中兽药残留物分析方法》一书。书中选编了 104 种禁用和常用兽药的残留物的快速筛选法，以及气相色谱-质谱法、液相色谱-质谱法、串联质谱法等符合检验所要求的灵敏度和准确度的确证方法。本书还系统地编入了现今国际上尤其是欧盟所关注和推行的残留物分析质量保证程序，以及相应采取的残留物分析技术措施，包括采用添加同位素标记的兽药内标物等标准操作程序，这将对国内正在开展的残留物分析规范化工作起到借鉴作用。

希望本书的出版有助于我国兽药残留物分析技术的发展和提高，有助于监控计划的顺利实施，有助于我国动物源食品的安全和质量的有效保证，有助于我国进出口食品检验检疫执法工作的加强，有助于在保证国内外消费者的健康安全的同时，促进我国食品对外贸易事业的更快发展。

国家质量监督检验检疫总局副局长



2003 年 6 月



第 1 章 绪论	1
1.1 研究背景及意义	1
1.2 核心概念界定	4
1.3 研究思路与框架	9
1.4 创新点	12
第 2 章 文献综述	13
2.1 股权治理理论的文献回顾	13
2.2 债权治理理论的文献回顾	19
2.3 控制权治理理论的文献回顾	26
2.4 国内外研究现状评述	33
第 3 章 股权治理与债权治理效应博弈分析	38
3.1 基本模型设定：Mahrt-Smith 模型	38
3.2 股东与经理人之间的博弈分析	40
3.3 大股东与小股东之间的博弈分析	44
3.4 融资情境下的资本结构博弈分析	46
3.5 负债融资治理机制的归纳	50
3.6 本章小结	52
第 4 章 股权治理与债权治理效应实证分析	54
4.1 相关统计模型现状与评价	54
4.2 模型构建与研究假设	58
4.3 股权结构、债务结构与公司绩效的单方程 OLS 检验	66

4.4 股权结构、债务结构与公司绩效的联立方程组 2SLS 检验	81
4.5 本章小结	99
第5章 控制权治理效应理论分析	
——以上市公司控制权转移为例	102
5.1 控制权转移前后与公司绩效	103
5.2 不同控制权转移方式与公司绩效	109
5.3 不同控制权转移程度与公司绩效	116
5.4 新控股方不同股权性质与公司绩效	123
5.5 本章小结	133
第6章 控制权治理效应实证分析	
——以上市公司控制权转移为例	135
6.1 研究假设与样本选择	135
6.2 控制权转移前后公司绩效的差异检验	140
6.3 不同控制权转移方式对公司绩效的影响	149
6.4 不同控制权转移程度对公司绩效的影响	152
6.5 新控股方不同股权性质对公司绩效的影响	156
6.6 本章小结	158
第7章 结论与研究展望	159
7.1 基本结论	159
7.2 对策建议	162
7.3 研究不足及未来展望	170
参考文献	172

第 1 章

绪 论

1.1 研究背景及意义

1.1.1 研究背景

企业最古老和最重要的问题就是如何筹集投资所需的资金以及如何运用, 1958 年莫迪利安尼和米勒 (Modigliani & Miller) 提出的 MM 定理再次击中该问题的核心: 什么因素决定了企业如何获得投资所需要的资金以及投资资金是如何运作的, 以及给定投资决策, 一个企业能否通过改变资本结构来改变其价值及资金成本, 即是否存在一个使企业市场价值达到最大化, 或者使企业资本成本最小化的资本结构。这个问题也称为“资本结构”问题。自此以后, 有关公司资本结构决定因素的分析就成为了现代金融学研究的一个中心课题。特别是在 20 世纪 70 ~ 80 年代中期, 西方金融经济学家从不同角度提出了一系列基于资本市场现实环境的新模型, 主要有平衡理论 (Trade-off Theory)、代理成本理论 (Agency Cost Hypothesis)、优序融资理论 (Pecking Order Theory) 等。然而这一课题经过了几十年的研究以后, 直到今天也没有得到一个能对公司资本结构的决定给出

完全合理解释的理论。而现有的各种资本结构决定理论提出的解释因素大多比较抽象,难以被直接观察到并被量化,使得实证检验工作远远落后于理论的发展,这也充分说明了这一问题的复杂性。

从公司治理角度研究资本结构的较早论述是由詹森和麦克林(Jensen and Meckling, 1976)做出的。他们认为,资本结构不仅仅是一个静态的现金流分配问题,背后还隐藏着控制权的拥有和执行问题,经营收益的分配不仅仅是按资本出资比例执行,还要看谁掌握控制权,谁拥有决定如何分配的权利,谁拥有修改契约的权利,这些问题比简单的资本收益分配问题更重要,因为这些因素很大程度上影响可分配收益的多少,是否能够达到资本收益的最大化。因此,构成资本结构的股本和债务不仅仅是企业重要的融资工具,也是非常重要的控制权基础和治理工具,两者之间特定的比例及构成,就会形成特定的控制权结构和公司治理机制。如果公司的资本结构不合理,就会影响公司的控制权安排和治理效率,引起公司绩效下降,公司绩效的下降将会直接导致公司控制权的转移,控制权转移的结果将通过重新配置资本结构和控制权,从而对公司绩效产生影响。

随着资本市场理论和实践的发展,公司治理理论得到了进一步延伸,出现了关注股东利益保护的公司治理理论和利益相关者共同治理的理论等,前者主要着重于股权结构意义上的公司治理研究,并取得了丰硕的成果;后者则是具有更广泛意义上的资本结构与公司治理的关系研究,这方面的研究刚刚起步,尚未形成系统性的理论模型。

现实中,20世纪90年代的亚洲金融危机和日本经济的持续低迷,使人们对日本的公司治理模式提出疑问,引起银行导向型国家纷纷鼓励发展股票市场,以强化外部监督与约束在公司治理中的作用。2001年以来,美国安然、世通公司的财务丑闻引发了人们对原奉为典范的美国公司治理模式的理性思考。在中国,随着我国社会主义市场经济体制的建立和不断完善,我国的金融体制改革和国有企业改革不断向纵深推进,资本市场的快速发展使企业的融资方式和渠道发生了历史性转变,特别是上市公司开始重视其自身的资本结构问题。

然而,处在经济转轨时期的中国资本市场和企业资本结构在公司治理机制方面存在着许多亟待解决的问题。一方面,国有上市公司一股独大,普遍存在着股权融资偏好;另一方面,中国资本市场长期存在的股权分置和信息不对称,导致了上市公司严重的委托代理问题和公司绩效低下,各种不利于公司治理效率的现象频频出现——虚假信息披露、股权融

资偏好、大股东资金占用、违规担保与资产买卖、关联交易、超常的股利分派、不公平的控制权转移等——所有这些都集中表现为上市公司大股东对中小股东的利益侵害 (Entrenchment or Tunneling)^①。尽管国内外大量的实证研究表明,较高的股权集中度有利于企业克服股东和经理人之间的代理问题,提高公司绩效,但另一方面,却又造成了大股东与中小股东之间的新的代理问题出现,而且随着中国证券市场的不断发展,这一问题也日益突出,成为中国上市公司治理面临的主要问题。

在这样的背景下,本书从公司治理视角,通过分析资本结构的股权治理、债权治理和控制权治理效率,研究资本结构与公司绩效的关联性问题,不仅具有重要的理论价值,而且具有很强的现实意义。

1.1.2 研究目的及意义

传统的公司治理理论是建立在西方现代公司制企业所有权与经营权两权分离基础上的,由于英美等国的上市公司股权分散,股东普遍存在“搭便车”现象,因而需要一种规范的制度安排来约束公司经理人的私利以保证全体股东财富最大化。然而,近期的研究表明,新兴市场上的上市公司股权普遍集中,使得传统意义上的股东与经理人之间的利益冲突转化为大股东与中小股东、内部股东与外部股东、大股东与债权人等利益主体的冲突,资本结构优化成为改进公司治理绩效的关键所在。

本书从广义的资本结构(股权结构和债权结构)和公司治理(股权治理、债权治理和控制权治理)概念出发,通过构建股权治理、债权治理和公司绩效的互动机制框架,探寻对中国上市公司大股东治理的有效机制;然后从控制权治理效应入手,构建外部股东套利模型并选取上市公司数据分析控制权转移效率,探寻完善中国控制权市场的有效途径。

目前我国上市公司的股权分置改革已经基本完成,股改后上市公司的资本结构尤其是股权结构将发生较大变化,改革后的新资本结构如何影响公司治理将成为国内学者进一步研究的重点。本书研究的理论意义在于,从公司治理的内涵上认识和把握资本结构与公司绩效的关系,结合股权契

^① 统计数据显示,截至2008年8月,小非累计减持比例为43.90%,大非累计减持比例为11.92%;从2005年6月17日到2008年9月8日,共有188家上市公司的国有大非减持解禁股,累计减持26.1亿股,累计减持市值约407.4亿元。随着上证指数从6000点向2000点败退,大小非不计成本的减持遭到普通投资者、机构投资者的诟病。

约和债权契约的不完全性以及相关的制度性缺陷，在股东和债权人共同治理的框架下，充分考虑资本提供者的“互动”治理功能，并考虑控制权市场上控制权转移的治理效应，构建股权治理、债权治理和控制权治理相结合的有效治理机制，达到优化公司资本结构，提高上市公司绩效的目的。

1.2 核心概念界定

本节旨在对研究中涉及的资本结构、公司治理和公司绩效等主要概念做出界定。

1.2.1 资本结构

自从莫迪利安尼和米勒（1958）提出在完全市场条件下，公司的市场价值与公司资本结构无关的假定以后，资本结构与公司绩效的研究日益深入，出现了如下四种资本结构的定义。^①

（1）公司的资本结构一般被学术界看成公司资产负债表中股东权益与负债的比例关系，习惯上还被称为融资结构、财务结构或财务杠杆。这种最常见的定义，其实也是一种广义的资本结构定义，因为它包括了公司资产负债表右边负债和股东权益的全部内容。

（2）扩大了狭义资本结构是将公司资本从股权资本扩大到债权资本，并且集中分析债权资本中各个组成部分之间的比例关系，通常称为债务结构。但是，由于在公司中股东利益所具有的重要主导地位，在实际研究中，对债权资本结构的研究往往与上面两种资本结构的研究是结合在一起的。

（3）最狭义的资本结构是将资本仅仅定义为公司资产负债表中的股东权益。因此，这种资本结构的定义仅指公司股权资本中各个组成部分之间的比例关系，这种定义通常也被称为股权结构或所有权结构。

（4）按照津盖尔斯（Zingales, 2000）的分析，为了适应现代新经济时代知识和人力资源在公司发展中的重要性以及公司之间对人力资源的争

^① 孙杰：《资本结构、治理结构和代理成本：理论、经验和启示》，社会科学文献出版社2006年版，第27～28页。

夺，资本结构还应该包括实物资本（包括股权资本和债权资本）与人力资本之间的比例关系。这是目前一种最宽泛的资本结构的定义。

传统的公司治理研究主要是在“股东利益最大化”基础上进行的，在讨论资本结构时主要关注股权结构配置对公司治理绩效的影响，因此，大部分的公司治理文献中所指的资本结构是上述最狭义的资本结构定义（即第三种定义）。另一方面，在金融学上研究公司资本结构的决定问题时，虽然将视角从股权扩大到了债权，但一般只研究长期资本的融资结构配置问题，即长期资本中债务资本与权益资本的构成与比例关系，而将短期债务列为营运资本范畴，因此，公司财务研究中的资本结构往往用财务杠杆表示（即第一种定义）。

然而，从理论上说，公司的全部资本不仅仅包括公司的自有资本，即公司的股东权益，也包括不属于公司所有，但是可以由公司支配的债务资本。马苏利斯（Masulis, 1983）认为：“广义上说，资本结构涵盖了一个公司（包括它的子公司）的公募证券、私募资金、银行借款、往来债务、租约、纳税义务、养老金支出、管理层和员工的递延补偿、绩效保证、产品售后服务保证和其他或有负债。”因此，在马苏利斯看来，资本结构代表了对一个公司全部资本的构成比例和权利关系，不仅包括长期资本，还包括短期资本。

本书的资本结构概念采用广义概念，包括公司的股权资本和债权资本两大部分，代表了一个公司全部资本的构成比例和权利关系，不仅包括股东结构、股权集中程度以及大股东身份，还包括长期债权资本和短期债权资本。

1.2.2 公司治理

公司治理的概念最初是从国外引进的，对应的英文单词是“Corporate Governance”。其中“治理”一词来自于拉丁文，即 Bgubernare，含有“统治（Rule）”或“操纵（Steer）”的意思，在希腊语中意为“操纵者（Steersmar）”。由于治理会涉及权力的派生、权力的使用和权力的限制等多个方面，因此，任何社会组织要想维持其生存都需要进行治理。但治理被应用到公司领域之后，却被赋予了特定的含义。公司治理（Corporate Governance）也称公司管制、公司督导，于20世纪90年代初产生于英国，并很快流行于欧美一些发达国家，是目前世界范围内普遍开展的一项

公司素质提高和公司规范运动。它是指用来协调企业内部不同利害关系者之间的利益差别和行为的一系列法律、文化、习惯和制度的统称。目前,国内外理论界对公司治理的概念做了大量富有成效的探索,但仍存在不同看法。

第一种是关于公司治理的狭义说和广义说。狭义的公司治理主要侧重于公司内部的权利义务设置及其权利实现机制,其内容主要涉及董事会的结构与功能,董事会、董事长与以总经理为代表的公司经营管理层的权利和义务配置,以及与此有关的聘任、监督等方面的制度安排等项内容;而广义的公司治理除以上内容外,还包括公司的人力资源管理、收益分配与激励机制、财务制度、内部控制和风险管理、企业战略发展决策管理系统、企业文化和一切与企业高层管理控制有关的其他制度。^①

第二种是关于公司治理的内部说和外部说。丹尼斯(Denis, 2001)按照机制设计或实施所利用资源的来源,把公司治理区分为内部与外部控制系统。公司内部控制系统主要包括:(1) 股东权利保护和股东大会作用的发挥;(2) 董事会的形式、规模、结构及独立性;(3) 董事的组成与资格;(4) 监事会的设立与作用;(5) 薪酬制度及激励计划;(6) 内部审计制度等。内部治理方面的制度安排主要是建立完善的监督、激励、约束和决策机制。而公司外部控制系统主要包括:(1) 产品市场;(2) 经理市场;(3) 资本市场;(4) 并购市场;(5) 市场中的独立审计评价机制。外部治理机制作为一种非正式的制度安排,主要是利用市场机制给经理人员施加持续的、无处不在的压力和威胁,它与内部治理机制的有机结合形成了完整的公司治理体系。^②

第三种是关于公司治理的结构说和机制说。该观点认为,公司治理可以分为两个部分:一个是治理结构(Governance Structure);另一个是治理机制(Governance Mechanism)。治理结构包括股权结构、资本结构以及治理机构设置等(如董事会、监事会、经营班子等)。解决一股独大、建立独立董事制度等,属于治理结构的问题。治理机制,有企业外部的,最典型的是资本市场的监管,也有企业内部的,最重要的是用人机制、监督机制和激励机制等(比如用人机制又可细分为董事长人选、独立董事人

① 赵万一:《公司治理与投资者利益保护》,引自王保树:《投资者利益保护》,社会科学文献出版社2003年版,第192~194页。

② 曹廷求:《论资本市场的公司治理机制》,载《学术界》,2003年第3期,第179~184页。