

编辑寄语

我们在会计学广袤无垠的
大海上追逐浪花
发现了这些
闪耀着理性火花的小小贝壳
经过细细筛选
我们将
那些最具潜质的珠贝
奉献给广大读者
并期待着您的回应

会计学博士论丛

Accounting Doctoral Dissertation Series

白俊 著



中国上市公司财务 治理效率研究

An Exploratory Study on the Financial Governance
Efficiency of Listed Companies in China

246



中国财政经济出版社

会计学博士论丛



中国上市公司财务 治理效率研究

白
俊
著

中国财政经济出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

中国上市公司财务治理效率研究 / 白俊著. —北京: 中国财政经济出版社, 2009. 6

(会计学博士论丛)

ISBN 978-7-5095-1583-9

I. 中… II. 白… III. 上市公司-财务管理-研究-中国 IV. F279.246

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2009) 第 069378 号

责任编辑: 宋学军

责任校对: 胡永立

封面设计: 九州迅驰

版式设计: 兰 波

中国财政经济出版社出版

URL: <http://ckfz.cfeph.cn>

E-mail: ckfz@cfeph.cn

(版权所有 翻印必究)

社址: 北京市海淀区阜成路甲 28 号 邮政编码: 100142

发行处电话: 88190406 财经书店电话: 64033436

北京财经印刷厂印刷 各地新华书店经销

880×1230 毫米 32 开 7.75 印张 173 000 字

2009 年 6 月第 1 版 2009 年 6 月北京第 1 次印刷

定价: 18.00 元

ISBN 978-7-5095-1583-9/F·1373

(图书出现印装问题, 本社负责调换)

本社质量投诉电话: 010-88190744



总

序

学术界应以总结与探索理论为己任，会计学界也不例外。会计理论研究成果的直接载体应当说是会计学术著作，而最能反映最新会计学术观点的往往是那些中青年学者的论著，会计学博士论文就是其中新鲜的、有活力的、闪耀着思想火花的论著中的一部分。时值今日，我们会计界培养了一批又一批博士生高级专门人才，他们是会计科研的新生力量并成为会计事业发展的希望。他们的创新能力强，成果产出率高，特别是在他们的博士论文中，某些观点如经深化和完善，有可能成为全新的、具有开拓性的，甚至是代表会计领域今后创新研究的学术思想。

本此初衷，中国财政经济出版社会计分社的编辑策划了一套“会计学博士论丛”，将会计学术研究领域中那些具有较高理论水



平和创新意识,能在一定程度上填补会计理论的空白并与现实需要贴近、对实务操作具有指导意义的财务、会计、审计方面的,主要是博士生的理论著作收录进来,旨在宏扬会计学理论,活跃学术氛围,促进会计理论研究向纵深发展。

我考虑这套“会计学博士论丛”的出版,具有以下意义:

一、总结和反映了我国现代会计教育的最新成果

我在1995年的一篇文章(《我国会计理论研究的若干认识》)中曾经谈到,综观当今世界,既不存在会计教育落后而会计实务先进的情形,也不存在会计教育先进而会计实务落后的情形,会计教育的变革与会计实践的进步密切相关,而会计理论研究成果也很大程度上是通过会计教育转化为对实践的指导作用的。我们每年都要培养一批博士生,他们是会计教育的较高层次上的受益者,是未来的会计理论研究者,将他们在较的研究成果去粗存精、陆续出版,应当说是能够反映我国现代会计教育的最新成果的。

二、较为系统、全面地反映了当前会计学理论与实务研究发展的全貌

综观我国近年来的会计理论研究与会计理论建设情况,很难用一句话概括,学术界的评价也褒贬不一,相持不下。现今的会计学术界也是派系林立,各院校之间门户之见颇多,财经出版社将新近完成的、具有较高理论水准的博士生论文相继出版,可以说是为会计界做了一件好事,使我们不出门便可详细了解最新的会计研究动态和成果。会计是一门有史、有论、有独特的方法与技术且包罗众多分支学科的知识体系,一两本著作,难以道其万一,出一本合集,又难免只见树木、不见森



林，难以窥见会计学的动态发展，这样，出版“会计学博士论丛”不失为良策，可以使我们动态地综观与掌握当前会计学理论与实务研究发展的全貌。

三、能够活跃未来我国的会计理论研究，丰富我国的会计理论

现阶段的在校博士生一般都具有工作或实践经验，他们除具备专业知识外，在相关经济学科知识以及电脑和外语等应用技能方面远比我们那个时代丰富，他们的思想也是非常活跃的。他们在汲取了一系列会计理论研究成果的养分之后，将其充分消化、吸收，有的还能将其发展、创新，提出新的理论观点，在学术界引起争鸣。综观会计发展史，不乏事例。将这批活跃人群的思想、观点整理出版，必将有利于丰富和活跃我国的会计理论研究。

理论是社会需要的产物。我衷心希望这套“会计学博士论丛”中能不断涌现出适应当前社会需要的、推动会计理论研究向纵深发展的著作！

2001年8月9日

序

自 1900 年法国学者贝奇里耶 (Bachelier) 发表的博士论文《投机理论》被认定为财务学成为一门新学科的里程碑以来,财务学已有百年发展史。其间,又历经三次重大转变:第一次转变出现在 20 世纪 30 年代,以探讨证券市场价格变动规律和证券内在价值以及引入计量经济技术为标志,这些研究主题与方法的转向促使财务研究向理论化方向发展,最终形成了财务学发展史上第一批有重要理论价值的历史文献;第二次转变出现在 20 世纪 50 年代,财务学制度化建设的进一步发展和财务研究方法的重大突破(如实证研究方法开始取代规范研究方法成为财务学的主要分析工具),促使财务理论研究空前繁荣,出现了一批杰出的代表人物和论著,形成了证券分析市场效率理论、资产组合模型、资本资产定价模型、资本结构



理论、投资决策理论和股利政策理论等若干财务学术流派；第三次转变发生在 20 世纪 70 年代后期，财务研究的视野由外部因素转向内部因素、由单一因素转向多元因素，确立了实证研究的主流地位，诞生了一批新人物，涌现了大量被视为当今财务研究基础的论著。

然而，传统财务理论的研究框架和思路遵循新古典经济学研究范式，仅重视对企业技术特征的研究，研究重心局限于财务活动，而在一定程度上却忽视了对财务关系的研究，因而难以从根本上解释清楚现实生活中的企业财务问题。就事物的性质而言，财务关系是指企业生产经营过程中资金的投入与收益活动及其所形成的特定的经济利益关系，它具有经济属性（财务活动）和社会属性（财务关系）。这一概念特征决定了财务学研究须把握财务的二重性。基于对新古典经济学批判而兴起的新制度经济学为财务理论研究提供了新思路。从新制度经济学的视角研究财务问题，将注意力集中于制度和结构本身，探寻资源配置的制度结构，强调制度在财务学中的治理作用，通过财务契约界定和协调企业各利益相关主体在财务权利流动与分割中所处的地位和作用，实现各利益主体在财务权利上相互制约，其研究涉及到企业合约的性质与企业所有权配置的关系问题。根据这一研究思路形成的现代财务治理理论，重视制度与资本结构在财务学研究中的作用，通过研究财务控制权如何在公司内部进行合理配置，形成一组联系各利益相关主体的正式和非正式关系的制度安排与结构关系网络，以期达到维护投资者利益的目的，这一研究具有极其重要的现实意义。

中国证券市场起步以来经历了一个不寻常的高速发展过程，在短短的十多年中，走过了西方发达国家 100 多年才走完的路。证券市场在社会主义市场经济建设中发挥着越来越重要

的作用，为国民经济建设筹集了大量的资金，促进了经济发展；推动了国有企业改革，实现了企业经营机制转换；优化了资源配置，促进了产业结构调整，在推动社会主义市场经济体制的确立与完善中起到了重要作用。然而，在证券市场取得举世瞩目成就的同时，制度性障碍也不期而至。近年来，资本市场中频繁发生大股东侵占挪用企业资金、大股东欺诈中小投资者、上市公司虚假陈述、信息披露违规误导等现象。从国际上的安然、安达信等公司的财务丑闻，到中国的琼民源、红光实业、银广夏、猴王事件以及东方电子等一系列上市公司财务欺诈事件的发生，严重损害了投资者的权益、阻碍了资本市场的发展，财务治理问题也由此成为世人关注的热门话题和世界性的研究与实践课题，研究解决我国上市公司财务失效问题，强化我国证券管理，已成为十分迫切的问题。

证券市场中以上诸多事件的发生，尽管在案发起因、欺诈手段、会计师作用以及对监管部门的影响等方面各有其特点，然而所暴露出来的问题却具有系统性与普遍性。从深层次来看，上市公司财务治理失效是根源问题之一。上市公司是证券市场的基础，其财务治理质量对证券市场的发展起着举足轻重的作用。高效而良好的财务治理是上市公司质量优化并得以可持续发展的关键。因此，上市公司财务治理失效问题的解决不仅是提高上市公司整体质量的重要途径，也是规范和发展证券市场的根本所在。这些问题的解决，不仅仅需要研究财务的技术性问题，更需要对隐藏在技术背后的各种财务关系进行研究，即研究财务治理效率问题。因而，加强上市公司财务治理，提高治理效率，使企业财务控制权的配置真正起到对投资者利益的保护作用，已是一个迫切需要解决的现实问题。上市公司财务治理效率的研究，对于优化我国上市公司资源配置、促进资本市场的



健康发展、规范公司市场行为等都具有重要的现实意义。

白俊博士的这部专著，便是在这样的背景下进行创作的。研究中运用中国沪深股票市场 1998 年至 2006 年上市公司的财务数据进行财务治理效率的实证研究。研究发现有助于理解政府在微观经济中的角色，对上市公司国有股减持政策提供支持。其主要结论在于：

首先，上市公司的控股股东持股比例、所有权性质不同，其财务治理效率也不同。控股股东持股比例的增加有助于提高公司业绩，表现为利益协同效应；国有股权对公司业绩影响力的大小取决于其所持份额的多少以及是否为控股股东等因素，在股权相对分散时，国有股东与其他大股东相互制衡，对公司业绩产生积极影响，显示为“帮助之手”；随着国有股比例增加并逐渐成为控股股东时，其行政干预程度增加，对公司业绩产生负面影响，表现为“攫取之手”。

其次，在解决了股权分置之后，国有股的减持可以采取逐步减持而不是一次性退出的方式。在目前的国情下，国有控股上市公司应该减持国有股权比例，但未必需要放弃上市公司的控制权。国有股的完全退出并非更有效率，其关键在于建立有效的股权治理结构。具体而言，可以从两方面入手：一是加强公司内部治理机制的建设，如引入其他投资；二是健全外部约束机制，如大力改善上市公司的市场环境和法律环境。

再次，我国上市公司经营者持股比例较低，难以发挥显著作用，使得经营者持股比例的增加无助于提高公司业绩。经营者持股的低水平不仅弱化了债务的激励效应，而且由于投资者无法通过经营者的持股水平判断公司质量，从而也削弱了股权结构的信息效应。欲解决这一问题，通常可采取两方面的措施：其一，明确经营者持股的激励作用，将经营者持股从内部取



工持股体系中独立出来,建立经营者持股和股票期权计划的制度,使之真正起到激励经营者的作用;其二,改变现行经营者持股制度的福利色彩,打破其僵化、封闭的体系,通过引进股票期权计划向经营者定向发行股票、鼓励新上任的经营者从二级市场上购买股票、采取向完成经营目标的经营者授予绩效股权等多种方式,建立起一个开放、动态、具有激励效应的经营者持股体系。

最后,债务治理效率不显著,我国上市公司债务比例的增长反而会降低公司业绩,说明债务融资的激励机制、监督机制和破产机制在中国还没有充分发挥作用,财务治理效率受到限制。究其根本原因是中国债券市场不发达,上市公司债权人以银行为主,而银行与企业之间虚拟的债权债务关系造成债务约束软化,负债不能起到监督约束经营者的作用。完善债务的约束机制具体包括以下措施:健全破产机制;加快国有银行的商业化改革,发挥银行在债务治理中的作用;大力发展债券市场,优化上市公司的债务结构等。

从总体上考察,这部专著所进行的研究,其重点突出,观点正确,研究发现与建议很值得管理当局参考,它对提高我国上市公司财务治理效率具有切实性与针对性。同时,这部专著引证文献翔实,论证充分,用语精练、恰切。故我乐于为之作序,并希望这部专著的出版能对我国上市公司财务治理效率的提高起到一定的促进作用。

郑建明

2008年岁末于武昌竹苑

目

录

内容摘要	(1)
------------	-------

Abstract	(5)
----------------	-------

第 1 章 导 论	(11)
-----------------	--------

1.1 问题的提出	(11)
-----------------	--------

1.2 中外上市公司财务治理问	
-----------------	--

题研究综述	(16)
-------------	--------

1.3 研究的结构安排与逻辑层	
-----------------	--

次	(29)
---------	--------

1.4 研究方法	(32)
----------------	--------

1.5 基本约定	(33)
----------------	--------

第 2 章 财务治理效率基础理论研究	
--------------------	--

.....	(35)
-------	--------

2.1 财务治理基本概念的界定	
-----------------	--

.....	(36)
-------	--------

2.2 财务治理问题研究的理论	
-----------------	--

基础	(45)
----------	--------



2.3	财务治理效率	(63)
第3章	财务治理效率的理论分析	(72)
3.1	股权治理效率的理论分析	(72)
3.2	债务治理效率的理论分析	(92)
3.3	股权与债务的相互治理作用	(104)
第4章	中国上市公司财务治理效率的实证研究	(115)
4.1	文献回顾	(116)
4.2	假设提出与模型设定	(124)
4.3	样本和变量描述	(134)
4.4	多元回归结果	(142)
4.5	稳定性检查	(149)
4.6	研究结论	(151)
第5章	提高中国上市公司财务治理效率的政策建议	(153)
5.1	优化上市公司股权结构	(154)
5.2	强化债务约束, 提高债务治理效率	(161)
5.3	完善资本市场, 规范外部环境	(168)
第6章	研究结论与局限性	(176)
6.1	研究结论	(176)
6.2	局限性	(178)
附录	中国上市公司财务治理效率实证研究的数据 说明与 SAS 程序	(180)
	参考文献	(213)
	后记	(227)
	《会计学博士论丛》已出版图书目录	(230)

内容摘要

公司财务治理研究, 不仅肩负着发展和完善公司财务理论的历史使命, 而且面临着治理和解决上市公司复杂财务难题的现实背景, 正日益成为学术界和实务界关注的焦点问题。因此, 深入研究财务治理效率这一极富挑战性的热点和难点问题, 具有重要的理论价值和实践意义。本书即是在这样的背景下, 运用中国沪深股票市场中 1998 年至 2006 年上市公司的财务数据进行财务治理效率的实证研究。基本内容如下:

(1) 财务治理效率基础理论研究。通过文献回顾和现状研究解析财务治理问题的理论前沿; 通过探讨财务治理效率问题的基础理论为后续研究做理论铺垫。本部分首先界定了财务治理的基本涵义, 并对财务治理主体、客体和目标进行了考察; 其次从现代企业契约理论和现代公司财务理论两个角度



分析了财务治理效率的理论基础；最后界定了财务治理效率的概念，并考量了财务治理效率的度量问题。

(2) 财务治理效率的理论分析。通过理论分析诠释股权治理效率和债务治理效率。从理论视角阐明股权治理与债务治理的作用机制，揭示股权治理与债务治理相互作用的基本规律，为后续的实证研究奠定理论基础。

(3) 中国上市公司财务治理效率的实证研究。本部分根据 1998 年至 2006 年中国上市公司财务数据对财务治理效率进行了实证检验，从财务治理的两个方面——股权治理和债务治理着手，采用股权治理变量、债务治理变量和公司业绩变量的年度增量指标进行动态分析。

(4) 提高中国上市公司财务治理效率的政策建议。对前面所作的理论与实证分析结果进行总结，并根据实证研究得出的结论，提出提高上市公司财务治理效率的政策性建议。

本书以控股权和股东性质共同影响下的财务治理的有效性为研究重点，主要在以下三方面弥补了既有研究的不足：其一，本书采用股权治理变量、债务治理变量和公司业绩变量的年度增量指标进行动态分析，不仅更直观地反映了股权和债务变动度对公司业绩的影响程度，而且用增量指标作为代理变量，可以在一定程度上克服股权结构的内生性问题；其二，采用主营业务资产收益率作为公司业绩的代理变量，且样本量大，时间区间长，从长期而言操纵的可能性更小，能较为真实地反映公司业绩；其三，对实证分析中所使用的指标进行了年度行业中位数的调整，此种处理方式的优势在于，不仅控制了行业因素的影响，同时也控制了年度宏观经济因素的影响。

本书的研究发现有助于理解政府在微观经济中的角色，对上市公司国有股减持政策提供支持。主要结论如下：



(1) 上市公司的控股股东持股比例、所有权性质不同,其财务治理效率也不同。控股股东持股比例的增加有助于提高公司业绩,表现为利益协同效应;国有股权对公司业绩影响力的大小取决于其所持份额的多少以及是否为控股股东等因素,在股权相对分散时,国有股东与其他大股东相互制衡,对公司业绩产生积极影响,表现为“帮助之手”;随着国有股比例增加并逐渐成为控股股东时,其行政干预程度增加,对公司业绩产生负面影响,表现为“攫取之手”。

(2) 在解决了股权分置之后,国有股的减持可以采取逐步减持而不是一次性退出的方式。在目前的国情条件下,国有控股上市公司应该减持国有股权比例,但未必需要放弃上市公司的控制权。国有股的完全退出并非更有效率,关键在于建立有效的股权治理结构。具体而言,可以从两方面入手:一是加强内部治理机制的建设,如引入其他投资;二是健全外部约束机制,如大力改善上市公司的市场环境和法律环境。

(3) 我国上市公司经营者持股比例较低,难以发挥显著作用,使得经营者持股比例的增加无助于提高公司业绩。经营者持股的低水平不仅弱化了债务的激励效应,而且由于投资者无法通过经营者的持股水平判断公司质量,也削弱了股权结构的信息效应。可采取以下两方面的措施改善之:其一,明确经营者持股的激励作用,将经营者持股从内部职工持股体系中独立出来,建立经营者持股和股票期权计划的规范制度,使之真正起到激励经营者的作用;其二,改变现行经营者持股制度的福利色彩,打破其僵化、封闭的体系,通过引进股票期权计划向经营者定向发行股票、鼓励新上任的经营者从二级市场上购买股票、向完成经营目标的经营者授予绩效股权等方式,建立起一个开放、动态、具有激励效应的经营者持股体系。



(4) 债务治理效率不显著,我国上市公司债务比例的增长反而会降低公司业绩,说明债务融资的激励机制、监督机制和破产机制在中国没有充分发挥作用,财务治理效率受到限制。究其根本原因是中国债券市场不发达,上市公司债权人以银行为主,而银行与企业之间虚拟的债权债务关系造成债务约束软化,负债不能起到监督约束经营者的作用。完善债务的约束机制具体包括以下措施:健全破产机制;加快国有银行的商业化改革,发挥银行在债务治理中的作用;大力发展债券市场,优化上市公司的债务结构等。