



· 西南民族大学华风经济学丛书 ·

公司治理模式选择： 基于融资结构的视角

Corporate Governance Models:
A Perspective of Financial Structure

刘 彤◎著



中国经济出版社
CHINA ECONOMIC PUBLISHING HOUSE

014005662



· 西南民族大学华风经济学丛书 ·

F279.246

393

公司治理模式选择： 基于融资结构的视角

Corporate Governance Models:

A Perspective of Financial Structure



刘彤◎著

F279.246
393



北航

C1692368



中国经济出版社

CHINA ECONOMIC PUBLISHING HOUSE

北京

图书在版编目 (CIP) 数据

公司治理模式选择: 基于融资结构的视角/刘彤 著.

北京: 中国经济出版社, 2013. 8

(中国上市公司的实证研究)

ISBN 978-7-5136-2136-6

I. ①公… II. ①刘… III. ①上市公司—融资结构—企业管理—研究—中国 IV. ①F279.246

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2012) 第 283674 号

责任编辑 李煜萍

责任审读 贺 静

责任印制 常 毅

出版发行 中国经济出版社

印刷者 三河市佳星印装有限公司

经销者 各地新华书店

开 本 710mm × 1000mm 1/16

印 张 18.5

字 数 279 千字

版 次 2013 年 8 月第 1 版

印 次 2013 年 8 月第 1 次

书 号 ISBN 978-7-5136-2136-6/F · 9569

定 价 45.00 元

中国经济出版社 网址 www.economyph.com 社址 北京市西城区百万庄北街 3 号 邮编 100037

本版图书如存在印装质量问题, 请与本社发行中心联系调换(联系电话: 010-68319116)

版权所有 盗版必究 (举报电话: 010-68359418 010-68319282)

国家版权局反盗版举报中心(举报电话: 12390)

服务热线: 010-68344225 88386794

西南民族大学“华风”经济学丛书编委会

主 编

郑长德 罗晓芹

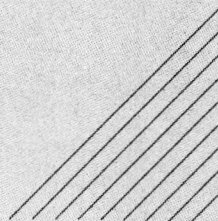
副主编

涂裕春 范 钛

编委会成员

安 果 蔡伟民 陈 桢 何雄浪 姜太碧 刘晓鹰 刘兴全 马 江

蒲成毅 王永莉 曾庆芬 张明善 周 克 周兴维 朱 文



内容简介

关于公司治理模式的研究大多侧重于从宏观层面探讨各国市场体系条件、法律制度环境以及社会文化等因素对治理模式选择的不同影响,从微观层面探讨公司治理模式与企业融资结构内在关联性的研究相对较少。本书主要从企业融资结构视角出发,探讨我国国有企业(国有控制企业的简称)目标治理模式的选择问题,并基于核心利益相关者适当参与公司治理的观点,着重分析了加强债权治理对改善我国国有企业治理效率的积极意义及其现实途径。本书强调要提高公司治理效率,就需要关注企业融资结构对目标治理模式选择的决定性影响,寻求与融资结构相匹配的公司治理模式。

总序

开创经济学“民族分工”新视野

“有志不在年高”。一个未满十岁的“孩子”要出书,还是“系列”文库,是不是有些匪夷所思?但这却是事实。西南民族大学经济学院在成立九周年之际,小儿科大手笔,推出了自己的“华风”经济学文库,可喜,可贺,可嘉。

世界大学史,千余年矣;中国大学史,百余年矣,中国的民族大学史,六十余年矣。足见中国的大学幼稚,足见中国的民族大学幼稚。而眼下中国的大学,办有经济学院、经济学系的,犹如过江之鲫,数不胜数。西南民族大学经济学院成立于2003年12月,可谓中国高校中最年轻的,所以我说她还是一个“孩子”。一个“九龄童”出经济学文库,不无遭遇不屑甚至讥诮之虞。何以见得?话得从1895年说起。甲午中日一战,清廷惨败,识者以为盖在科学技术落后,一时间,维新变法思潮高涨,兴西学以育人呼声四起,中国的新式大学由是诞生。有趣的是,“洋务派”兴学具有强烈的实业目的,是谓实业救国;“维新派”兴学具有强烈的改良思想,是谓改革救亡。——虽然他们都是基于甲午的危机认知,都是基于“科教兴国”的长远追求。而经济学呢?撇开政治理念和意识形态不说,自亚当·斯密和卡尔·马克思以降,经济学即分别沿着形式化的和制度化的两条路径演进。一前一后,影响至深至远,循此脉络,人们当不难理解今日中国大学何以会有经济学的“分野”:除了“西方经济学”与“政治经济学”的杯葛,还有主流经济学与草根经济学、官房经济学与民生经济学、资方经济学与劳工经济学等的对峙。至于中国民族高校的经济学专业,

就更不足为人道了，那潜意思就是说，你民族大学还办什么经济学专业呀？

想想也不无缘由。实事求是地讲，五千年农耕文明早熟，滋养了“华夏中心”；两千年“罢黜百家、独尊儒术”，强化了“等级名分”。因此，国人之骄傲和自豪，每每张扬在踞守“第一”维护“第一”上；实在不济，也要来一个“原本我们”怎么样、“先前我们”怎么样，所谓“中体西用”“中源西流”是也。应该承认，这不仅是现代中国前进的文化传统障碍，而且也是中国的大学尤其是中国的民族高校及其学科建设面临的一个文化传统障碍。不过话又说回来。假如没有当初的北洋大学，或许就不可能有日后的马寅初。我们也不妨设想，若没有今天中国的民族高校的经济学专业，能否有今后中国的“各民族共同繁荣发展”？当然，毋庸讳言的是，中国的民族高校的经济学专业还很幼稚；但同样毋庸讳言的是，中国的大学，中国的大学的经济学专业，不都还很幼稚吗？所以，中国的民族大学，是可以办经济学专业的，也是一定能够办好的。这不是勇气问题，也不是信念问题，更不是能耐问题，而是一个客观现实的需要问题。

“走自己的路，让别人说去吧。”相较各种各样的“中心”“名分”“等级”，中国的民族高校，或许更应该致力于学科建设和专业教学本身。

举例说来，就经济学而言，作为五十六个民族“和合偕习”的大家庭，中华民族的振兴必得建基于中华民族的共同团结奋斗，只有经由各民族的共同团结奋斗，我们才能建立起坚实的物质经济基础，以实现全民族的共同富裕共同繁荣发展。但是，共同团结奋斗、共同富裕、共同繁荣发展，并不是政治上层建筑和国家行政安排能够做得成的，它必须通过更为基本的、全面的、市场化的“民族分工”来实现。在我看来，在一个多民族的现代“民族国家”，推动经济社会发展，解决社会经济问题，绝无可能“去民族化”。也就是说，国民经济“又好又快”的增长，经济社会的稳定、持续发展，构建资源节约型的和谐经济、环境友好型的和谐社会，绝对离不开有效的“民族分工”。也许你可以不在乎这个“民族分工”，但如此一来，你也不得不为你的抉择支付代价。现代经济学也许可以较好地解释社会分工、自然分工、国际分工、区域分工、产业分工、技术分工，但什么是

“民族分工”，以目下的现代经济学，恐怕还不好解释。所以我也同时认为，在研究一般经济学原理和一般分工理论的基础上，深入研究少数民族经济和民族地区经济，进一步研究“民族分工”，或将是中国的民族高校经济学科的特色和优势之所在。当然，中国的民族高校的经济学科也会重视一般经济学的研究和教学，这种“局部与整体”的关系，当不言自明。

经济学是舶来品，中国大学的经济学科建设和经济学教学，也有一个“中国化、时代化、大众化”的“三化”问题。而在中国的民族高校，经济学的“三化”就更显艰巨、具体和迫切。作为教学和科研的结晶，西南民族大学经济学院的“华风”经济学系列文库，是专注于经济学“三化”的成果之一，所以可喜；是不懈于一般经济学的成果之一，所以可贺；是致力于“民族分工”的成果之一，所以可嘉。

“寻字文，初习华风。”（刘知几《史通·杂说中》）华风，是中华民族的风华，自然而然内在“民族特色”。“稍近华风，遂脱瘴死。”（苏辙《移岳州谢状》）华风，是经济学人好作品，学术文采都站在前沿。“华风濡染变狂獠，光气将开色色新。”（赵翼《经临途次杂纪以诗》之三）华风，是经济学院“学术立院”圭臬、“服务社会、培养人才、传承文化”宗旨的彰显。不欲扬名立万于经济学江湖，旨在为经济学殿堂添砖加瓦。“华风”文库的问世，还仅是西南民族大学经济学院“少年不识愁滋味”的一个起点，我们有理由期待着西南民族大学经济学院在“民族分工”领域作出更大的努力和贡献。

周兴维

2012年6月16日

识于西蜀凤栖山莲溪山庄

前言

目前公司治理领域的研究正在不断深化拓展,公司治理不仅作为影响公司绩效、融资能力的微观因素受到学术组织、实务界和政府机构的广泛重视,更被视为影响资本市场、金融体系乃至经济增长的宏观变量而备受关注,公司治理环境的营造、对以与公司内在特征相适应为主要标准的治理质量的追求使公司治理研究在理论与实践方面都成为了全球关注的热点问题。

在以“新兴+转轨”为主要特征的中国经济持续发展过程中,在以法律体系和资本市场等为主要载体的治理环境已经发生和即将发生很大变化的条件下,探索中国国有企业如何寻求公司治理模式的特殊适应性安排并依据内外因素变迁进行优化调整,从而提高公司治理效率和公司价值无疑具有重大的现实意义。

从总体上看,我国大多数国有企业表现出“大股东权力超强和内部人控制混合”的股权治理主导型模式特点,国有股“一股独大”问题被认为是公司治理效率低下的根本原因,提倡减持国有股、使投资主体多元化和公司股权分散化的观点在被普遍认同之后受到了质疑。由于国有企业的股权多元化过程并未对公司治理的改善产生应有的积极效应,而且大多数国有企业在拓展融资渠道之外并没有体现出融资结构调整对公司治理模式运作的影响。笔者认为,在公司治理环境尚不完善的现实条件下,国有企业治理效率低下的根本原因在于以股权治理为主导的公司治理模式与企业融资结构的主要特征并不契合,不能发挥不同公司治理机制的

互补作用,不能解决企业经营者的选择和监督机制问题,也不能协调不同投资者之间的利益矛盾。因此,根据国有企业资本结构的特点加强对债权治理工具的重视和运用,可以为目前因矫正股权结构的方案收效甚微而陷入的改革困境提供一些新的思路,即立足于国有企业融资结构的现状改善各种治理机制的运作条件和环境,从而以最低的改革成本实现增进国有企业绩效的最终目标。

全书分为9章,其中,第1章“导论”,主要介绍选题背景、研究意义,内容结构和主要创新观点;第9章“结论与进一步研究方向”,提出基于我国国有企业融资结构特点,应选择股债兼治模式,尤其需要强化债权治理机制的作用,并指出了从融资结构视角研究公司治理模式的片面性与不足,以及后续研究方向。其余7章分为三个部分,即一般理论分析、实证分析和对策研究。

一般理论分析包括第2、3章。第2章“公司治理与融资结构理论研究综述”,通过梳理公司治理、企业融资结构的相关研究成果,总结评述了不同的公司治理理论及相关概念,公司治理模式的研究进展和主要争论,归纳指出了引入融资结构理论研究公司治理模式的基本结论和局限性,提出了选择企业融资结构研究视角的理论依据。第3章“基于融资结构的公司治理模式分析框架”,指出公司治理模式是不同融资契约治理机制的集合,阐述了融资结构在公司治理核心问题、主导治理机制选择、治理主体地位三个方面对公司治理模式形成的决定性影响,对公司治理模式进行了重新分类,分析了融资结构的三个层面对公司治理模式的作用机理和过程,探讨了融资结构对公司治理模式运作效率的影响。

实证分析部分包括第4、5、6章。第4章“基于融资结构的公司治理模式比较”,通过比较分析不同融资结构条件下股权治理模式、股债兼治模式的具体运用及运行效率,进一步说明选择与企业融资结构及其变化趋势相适宜的公司治理模式是改善公司治理的根本保证。第5章“融资结构对我国国有企业治理模式的影响”,考察总结了我国国有企业融资结构的现状与治理模式的主要类型,并进行了个案分析。第6章实“证分析:国有上市公司资本结构与治理模式的效率评价”,指出国有企业治理

低效的根本原因在于股权治理主导型模式与负债率偏高的资本结构特点不相适应,而且在现有股权结构和债权结构条件下,尚未形成与之匹配的股权治理机制和债权治理机制有效运作并相互补充的制度环境,从而产生了内部人控制严重、控股股东侵占其他投资者利益等问题。

对策研究部分为第7、8章。第7章“我国国有企业目标治理模式构建设计”,阐述了构建目标治理模式的基本思路,包括构建目标模式的意义、原则和重点,指出了股债兼治模式作为目标治理模式的初步架构和三种具体选择。第8章“我国国有企业股债兼治模式的实现途径”,提出了构建股债兼治模式可以从四个方面进行:有效运用债权治理机制、适度矫正股权治理机制、重塑公司治理主体以及改善公司治理环境。

本书的主要观点包括:指出公司治理模式是不同融资契约治理机制的集合,根据不同融资结构条件下发挥主导作用的治理机制和治理主体的差异,提出了基于微观企业层面的公司治理模式类型划分,即存在股权治理主导型、股债兼治型和共同治理型三种治理模式;从企业融资结构视角出发,分析了融资结构特点对公司治理模式选择的决定性影响,指出不同治理模式的适宜条件和局限性,提出了融资结构——治理机制——治理模式——治理效率的研究思路;在肯定股权结构治理效应的同时,阐述了债权结构、资本结构对股权治理机制、债权治理机制和基础性治理机制的具体作用,强调资本结构对公司治理模式选择的决定作用更为直接和重要;立足于效率观念研究公司治理模式选择问题,与不同融资结构相对适宜的治理模式的选择十分重要,而且具有动态性特征,各种治理机制应配合运用和相应调整,才能发挥核心利益相关者参与公司治理的整合效应并促进国企融资结构逐渐优化;指出公司治理主体资格的确认是构建国有企业有效治理模式的前提条件,应重塑国有控股股东与国有商业银行的市场主体地位,发挥其作为积极股东与积极债权人的治理作用;解决内部人控制问题应充分利用债权治理机制的互补作用,应加强银行自身治理,营造债权治理环境。

诚然,公司治理模式的研究涉及政治、经济、文化、法律等多学科领域,目前尚未形成系统的理论体系,存在不同的研究思路,本书也仅仅是

从微观层面的企业融资结构视角对公司治理模式研究进行了初步的探索,关于企业融资结构与公司治理模式之间的关系研究难免存在很多不足之处,这些缺陷将是笔者进一步研究的问题。本书存在的各方面不足甚至错误还请广大读者批评指正。

CONTENTS

目 录

1	导 论	1
1.1	选题背景	1
1.1.1	国际背景	2
1.1.2	国内背景	4
1.2	研究意义	6
1.3	内容与结构	7
1.4	主要创新观点	10
2	公司治理与融资结构理论研究综述	12
2.1	公司治理理论与基本概念	12
2.1.1	公司治理问题的提出	12
2.1.2	三种公司治理理论及其比较	14
2.1.3	公司治理模式及相关概念的界定	20
2.2	公司治理模式的研究进展与争论	28
2.2.1	公司治理模式的主要类型	29
2.2.2	两种公司治理模式的优劣评价	32
2.2.3	公司治理模式的演变趋势	36
2.3	引入融资结构理论的公司治理模式研究	37
2.3.1	融资结构理论及其发展	38
2.3.2	融资结构与公司治理的关联分析	42

2.3.3	融资结构对公司治理模式的影响：基本结论与不足·····	50
3	基于融资结构的公司治理模式分析框架 ·····	55
3.1	公司治理模式：不同融资契约治理机制的集合·····	55
3.1.1	基于权益性融资契约的股权治理机制·····	57
3.1.2	基于负债融资契约的债权治理机制·····	58
3.1.3	基于要素融资契约的基础性治理机制·····	61
3.2	融资结构视角下的三种公司治理模式类型·····	62
3.2.1	股权治理主导型模式·····	64
3.2.2	股债兼治模式·····	65
3.2.3	共同治理模式·····	66
3.3	融资结构对公司治理模式的作用机理·····	67
3.3.1	股权结构与股权治理机制·····	70
3.3.2	资本结构、债权结构与债权治理机制·····	78
3.3.3	融资结构与基础性治理机制·····	82
3.4	融资结构与公司治理模式的运行效率·····	83
3.4.1	公司治理模式运行效率的涵义和评价标准·····	83
3.4.2	公司治理模式效率的决定：融资结构与治理 模式的适应性·····	95
3.4.3	融资结构变迁与公司治理模式选择的效率导向·····	104
4	基于融资结构的公司治理模式比较 ·····	107
4.1	股权治理模式的不同选择·····	107
4.1.1	美国企业：市场主导型股权治理模式·····	107
4.1.2	东南亚家族企业：控股股东主导型股权治理模式·····	110
4.2	股债兼治模式的具体运用·····	113
4.2.1	日本企业：主银行控制型股债兼治模式·····	113
4.2.2	德国企业：全能银行控制型股债兼治模式·····	115

4.3 比较与几点启示	117
5 融资结构对我国国有企业治理模式的影响	121
5.1 我国国有企业融资结构的基本特点及成因	121
5.1.1 我国国有企业资本结构的特点及成因	124
5.1.2 我国国有企业股权结构的特点及成因	127
5.1.3 我国国有企业债权结构的特点及成因	129
5.1.4 我国国有企业的融资结构的变化趋势	130
5.2 我国国有企业的三种主要治理模式	132
5.2.1 政府控制型股权治理模式	134
5.2.2 内部人控制型股权治理模式	135
5.2.3 控股股东主导型股权治理模式	136
5.3 个案分析:许继电气的融资结构与治理模式选择	138
5.3.1 许继电气的基本情况	138
5.3.2 许继电气的融资结构及其变化	139
5.3.3 2012 年许继电气的治理模式:控股股东主导型 股权治理模式	150
5.3.4 控股股东许继集团的治理模式:政府控制 ——内部人控制	154
6 实证分析:国有上市公司资本结构与治理模式的 效率评价	163
6.1 股权融资主导与债权融资主导:资本结构的两种选择	163
6.2 两种资本结构类型下的公司治理模式差异:理论假说	169
6.3 国有上市公司的资本结构与治理模式:实证检验	170
6.4 国企治理模式低效原因:与融资结构不相适应	182
6.4.1 股权治理机制作用扭曲	183
6.4.2 债权治理机制严重缺失	188

6.4.3	基础性治理机制运行受阻	194
7	我国国有企业目标治理模式构建设计	199
7.1	构建国有企业目标治理模式的基本思路	199
7.1.1	我国国有企业目标治理模式的构建意义	199
7.1.2	我国国有企业目标治理模式的构建原则	201
7.1.3	我国国有企业目标治理模式的构建重点	203
7.1.4	我国国有企业目标治理模式的初步架构	205
7.2	基于国有企业融资结构的选择：股债兼治模式	206
7.2.1	相对控股股东控制型股债兼治模式	207
7.2.2	绝对控股股东与银行控制型股债兼治模式	207
7.2.3	绝对控股股东与市场控制型股债兼治模式	208
8	我国国有企业股债兼治模式的实现途径	209
8.1	有效运用债权治理机制	209
8.1.1	强调大债权人的治理功能，强化债权直接控制	209
8.1.2	健全完善偿债保障机制，硬化破产约束	211
8.1.3	注重负债契约设计，实化债权债务关系	212
8.1.4	运用企业债券工具，适当调整债权结构	214
8.2	适度矫正股权治理机制	217
8.2.1	完善控股股东治理机制	218
8.2.2	加强董事会自身建设	219
8.2.3	发挥机构投资者的治理作用	220
8.2.4	加强控制权竞争机制运用	221
8.2.5	适度降低股权集中度	222
8.3	重塑实化公司治理主体	226
8.3.1	股权治理主体重塑：国有控股股东的角色定位	226
8.3.2	债权治理主体重塑：国有商业银行加强自身治理	227

8.3.3 其他治理主体的重塑	233
8.4 大力改善公司治理环境	236
8.4.1 发展建设竞争性市场体系	236
8.4.2 健全完善保护投资者的法律保障体系	238
8.4.3 建立有效的社会监控体系	238
9 结论与进一步研究方向	242
参考文献	247
索 引	266
后 记	275
致 谢	277