

“十二五”辽宁省重点图书出版规划项目



三友会计论丛

SUNYO ACADEMIC SERIES IN ACCOUNTING

第14辑

# 中国上市公司终极控制人 与债务期限结构关系研究

毛淑珍·著

RESEARCH ON THE RELATIONSHIP  
BETWEEN ULTIMATE CONTROLLING  
SHAREHOLDER AND DEBT MATURITY  
STRUCTURE IN CHINESE LISTED COMPANY

FE 东北财经大学出版社  
Dongbei University of Finance & Economics Press



“十二五”辽宁省重点图书出版规划项目

三友会计论丛  
第14辑

SUNYO ACADEMIC SERIES IN ACCOUNTING

# 中国上市公司终极控制人 与债务期限结构关系研究

毛淑珍·著

RESEARCH ON THE RELATIONSHIP  
BETWEEN ULTIMATE CONTROLLING  
SHAREHOLDER AND DEBT MATURITY  
STRUCTURE IN CHINESE LISTED COMPANY

FE 东北财经大学出版社  
Dongbei University of Finance & Economics Press

大连

© 毛淑珍 2013

## 图书在版编目 (CIP) 数据

中国上市公司终极控制人与债务期限结构关系研究 /  
毛淑珍著. —大连: 东北财经大学出版社, 2013. 11

(三友会计论丛·第14辑)

ISBN 978-7-5654-1351-3



I. 中... II. 毛... III. 上市公司-股东-关系-债务-  
研究-中国 IV. F279.246

中国版本图书馆CIP数据核字(2013)第243172号

东北财经大学出版社出版

(大连市黑石礁尖山街217号 邮政编码 116025)

教学支持: (0411) 84710309

营 销 部: (0411) 84710711

总 编 室: (0411) 84710523

网 址: <http://www.dufep.cn>

读者信箱: [dufep@dufe.edu.cn](mailto:dufep@dufe.edu.cn)

大连图腾彩色印刷有限公司印刷

东北财经大学出版社发行

幅面尺寸: 148mm×210mm

字数: 172千字

印张: 6 3/4

2013年11月第1版

2013年11月第1次印刷

责任编辑: 高 鹏 孙晓梅 魏 巍

责任校对: 毛 杰

封面设计: 冀贵收

版式设计: 钟福建

ISBN 978-7-5654-1351-3

定价: 26.00元

## 出版者的话

随着我国以社会主义市场经济体制为取向的会计改革与发展的不断深入，会计基础理论研究的薄弱和滞后已经产生了越来越明显的“瓶颈”效应。这对于广大会计研究人员而言，既是严峻的挑战，又是难得的机遇。说它是“挑战”，主要是强调相关理论研究的紧迫性和艰巨性，因为许多实践问题急需相应的理论指导，而这些实践和理论在我国又都是新生的，没有现成的经验和理论可资借鉴；说它是“机遇”，主要是强调在经济体制转轨的特定时期，往往最有可能出现“百花齐放，百家争鸣”的昌明景象，步入“名家辈出，名作纷呈”的理论研究繁荣期和活跃期。

迎接“挑战”，抓住“机遇”，是每一个中国会计改革与发展的参与者和支持者义不容辞的责任。为此，我们与中国会计学会财务成本分会、东北财经大学会计学院联合创办了一个非营利的学术研究机构——三友会计研究所，力求实现学术团体、教学单位、出版机构三方的优势互补，密切联系老、中、青三代会计工作者，发挥理论界、实务界、教育界三方面的积极性，致力于会计、财务、审计三个领域的科学研究和专业服务，以期为我国的会计改革与发展作出应有的贡献。

三友会计研究所的重大行动之一就是设立了“三友会计著作基金”，用于资助出版“三友会计论丛”。它旨在荟萃名人力作及新人佳作，传播会计、财务、审计研究与

实践的最新成果与动态。自 1997 年起，本论丛定期遴选并分辑推出。

采取这种多方联合、协同运作的方法，如此大规模地遴选、出版会计著作，在国内尚属首次，其艰难程度不言而喻。为此，我们殷切地希望广大会计界同仁给予热情支持和扶助，无论作为作者、读者，还是作为评论者、建议者，您的付出都将激励我们把“三友会计论丛”的出版工作坚持下去，越做越好！

东北财经大学出版社

# 三友会计论丛编审委员会

顾问：

欧阳清 冯淑萍 李志文

委员（以姓氏笔画为序）：

马君梅	王立彦	王光远	王化成
方红星	刘永泽	刘志远	刘明辉
刘 峰	孙 铮	宋献中	李 爽
张为国	张龙平	张先治	张俊瑞
何顺文	杨雄胜	陆正飞	陈毓圭
陈国辉	陈建明	陈信元	陈 敏
周守华	罗 飞	孟 焰	郑振兴
赵德武	夏冬林	秦荣生	徐林倩丽
黄世忠	谢志华	蔡 春	薛云奎
魏明海	戴德明		

## 前 言

债务融资是公司重要的财务决策行为，公司债务期限结构是债务契约的重要内容，它规定着债权人和债务人的权利和义务。由于不同期限的债务融资具有不同的治理效应，因此确定合理的债务期限结构能够降低债务融资成本，激励管理者努力经营，提高公司价值，这使得研究公司债务期限结构的影响因素成为必要。在对现代公司所具有的多层级控股结构进行研究的过程中我们发现，终极控制人的性质与其经济动机是影响债务期限结构的重要因素：其一，终极控制人的经济行动嵌入社会的制度结构中，其财务行为受制于客观制度环境，如各种经济的与非经济的制度；其二，终极控制人作为理性经济主体，有最大化自身效益的经济动机，这必然会影响公司的债务融资行为；其三，终极控制人尝试进行的有目的的行动是嵌入在具体的、正在进行的社会关系中的，因此必须在人的理性选择中加进非经济动机和非经济因素（尤其是社会结构因素）对人的行动的影响，同样，终极控制人的经济动机与债务期限的关系受制于客观制度环境因素。而当前对债务期限结构的研究，多数没有考虑终极控制人的影响作用，本书结合中国转轨经济的制度背景，运用相关的理论分析工具，对上市公司终极控制人的性质及其经济动机与债务期限结构的关系进行理论分析和实证检验。

根据上述研究思路，本书共分7章对终极控制人与上市公司债务期限的关系进行研究。首先，在第1章的导论中，提出了所要研究的问题及研究意义、研究内容与方法，并对本书所涉及的关键概念进行了界定；其次，在第2、3章中，对涉及终极控制人与债务期限结构的代表性研究文献和相关制度背景进行了回顾和分析；再次，在第4章中对已有的债务期限结构理论进行回顾和评述的基础上，结合中国的制度背景提出了本研究的理论分析框架，据此进行理论分析，提出本书的研究假设；然后，在第5、6章中，对第4

章所提出的研究假设进行实证检验和分析；最后，在第7章中，总结了本书的主要研究成果，探讨了与债务融资及终极控制人有关的几个问题，并提出了本书的不足和未来进一步研究的方向。

通过以上研究和分析，本书得出如下主要结论：

第一，相对于民营企业主所控制的上市公司来说，国有性质的终极控制人或级别较低的政府控制人所控股的上市公司更容易获得长期债务融资。

第二，终极控制人效率促进的动机越强，上市公司长期负债比率越高；相反，终极控制人追求私人收益的动机越强，上市公司短期负债比率越高。

第三，受终极控制人性质的影响，当终极控制人为国有企业或行政级别较低的地方政府时，终极控制人的私人收益动机与债务期限结构之间呈正相关关系。

本书的创新之处主要体现在如下几个方面：

第一，提出了从终极控制人的角度探讨公司债务期限结构选择的理论框架。现有的债务期限结构理论不能有效地解释中国上市公司终极控制人与债务期限结构的关系。因此，本书根据经济行为嵌入社会关系的程度，从终极控制人的性质与经济动机两个角度出发，提出了一个解释终极控制人与债务期限结构关系的理论分析框架。该理论分析框架主要由新制度经济学中的产权理论、寻租理论和代理理论及新经济社会学中的嵌入性理论组成。在这个解释框架的基础上，对终极控制人的性质及经济动机与债务期限结构的关系，以及终极控制人性质对其私人收益动机与债务期限结构间关系的影响进行了分析，并据以提出了相应的研究假设。

第二，揭示了政治关系对终极控制人与债务期限结构关系的反转效应。众多的研究表明，嵌入经济活动中的非正式制度对经济行为的结构、过程和结果具有关联效应。本书的实证结果显示，相对于中央政府控股的上市公司来说，地方政府控股的上市公司长期负债比率更高。这与我们从实务中了解到的，政府终极控制人的行政



级别越高，越容易获得长期贷款的看法是相逆的。而地方政府与其控股的公司之间更加密切的利益连带关系是促成这一反转结果发生的主要原因。另外，对终极控制人私人收益动机与上市公司债务期限结构关系进行实证检验的结果显示，受终极控制人性质的影响，当终极控制人为国有企业或行政级别较低的地方政府时，终极控制人的私人收益动机与债务期限结构之间不再呈显著的负相关关系，而是呈显著的正相关关系。这一反转效应的发生主要是因为债权人对不同政治关系企业的声誉和信任的评估改变了其对长期债务的风险预期。

第三，证实了终极控制人的不同经济动机对债务期限选择的显著差异。终极控制人在公司的债务融资活动中具有多种不同的利益需求，并形成了不同的经济动机。其中，私人收益动机和效率促进动机是终极控制人的两大基本动机，由此导致了公司不同的融资行为和融资结构。本书的实证研究结果显示，当终极控制人以提高公司效率、最大化公司价值为目标时，公司长期负债比率较高；相反，当终极控制人追求私人收益最大化时，公司短期负债比率较高。

本书的实证研究结果为政府控制和干预对公司财务决策产生一定的影响提供了更为深入的证据，也为中国转轨经济进程中的政企关系调整提供了施政依据。就理论价值而言，本书拓展了当前对债务期限结构影响因素的研究，为理解不同产权性质的上市公司债务期限结构的差异性提供了一个新的视角。

作 者  
2013年8月

# 目 录

<b>1</b>	<b>导 论</b> .....	1
1.1	问题的提出与研究意义 .....	2
1.2	研究内容、框架与方法 .....	8
1.3	主要概念界定 .....	11
1.4	创新之处 .....	15
<b>2</b>	<b>文献综述</b> .....	18
2.1	债务期限结构选择的实证研究文献 .....	18
2.2	有关终极控制人的研究文献 .....	24
2.3	文献评述 .....	36
<b>3</b>	<b>制度背景分析</b> .....	40
3.1	国有企业改革与政府干预 .....	40
3.2	债务融资的市场环境与法律制度 .....	53
3.3	多层级控股方式的产生与股权特征 .....	64
3.4	中国上市公司债务期限结构特征 .....	75
<b>4</b>	<b>理论分析与研究假设</b> .....	78
4.1	债务期限结构理论及其评述 .....	78
4.2	终极控制人与债务期限结构关系的理论分析框架 .....	86
4.3	终极控制人性质与债务期限结构关系的理论分析 .....	96
4.4	终极控制人经济动机与债务期限结构关系的理论分析 .....	105
<b>5</b>	<b>终极控制人性质与债务期限结构关系的 实证检验</b> .....	120
5.1	研究设计 .....	121

5.2	实证检验与结果分析 .....	128
5.3	结论与启示 .....	140
<b>6</b>	<b>终极控制人经济动机与债务期限结构 关系的实证检验 .....</b>	<b>142</b>
6.1	研究设计 .....	144
6.2	实证检验与结果分析 .....	154
6.3	结论与启示 .....	171
<b>7</b>	<b>研究结论、启示与不足 .....</b>	<b>173</b>
7.1	研究结论 .....	173
7.2	研究启示 .....	175
7.3	研究局限与未来研究方向 .....	177
	<b>主要参考文献 .....</b>	<b>179</b>
	<b>索  引 .....</b>	<b>199</b>
	<b>后  记 .....</b>	<b>201</b>

# 1 导 论

债务融资是公司重要的财务决策行为，公司债务期限结构是债务契约的重要内容，它制约着债权人和债务人的权利和义务。由于不同期限的债务融资具有不同的治理效应，因此债务期限结构不仅仅是一个债务“内部”问题，它将通过作用于债权代理成本对公司资本结构以及公司经营效率产生影响，所以确定合理的债务期限结构能够降低债务融资成本，激励管理者努力经营，提高公司价值，这正是研究债务期限结构问题的意义所在。公司对债务期限结构进行管理的前提是了解有关债务期限结构的影响因素，当前有关公司债务期限结构的研究文献主要探讨公司特征、制度环境及公司内部治理结构因素与债务期限结构的关系。在对现代公司所具有的多层级控股结构进行研究的过程中我们发现，除上述因素外，终极控制人对公司债务期限结构的选择有重要影响。首先，终极控制人的经济行为嵌入于社会的制度（包括经济制度与非经济制度）结构中；同样，公司财务行为的发生是各种经济制度和非经济制度、正式制度和非正式制度共同作用的结果，且这种力量只属于社会，不属于个人。其次，终极控制人作为理性经济主体，有最大化自身效益的经济动机，这将影响债权人对公司风险的判断，最终影响公司的债务融资结构。最后，根据经济社会学的嵌入性假设，终极控制人既不是外在于社会环境像原子化个人那样进行决策和行动，也不是固执地坚守其已有的社会规则与信条开展活动；相反，他们尝试进行的有目的的行动是嵌入在具体的、正在进行的社会关系体系中的。因此，必须在人的理性选择中加进非经济动机和非经济因素，尤其是社会结构因素对人的行为的影响。所以，探讨终极控制

人对公司债务期限选择的影响具有现实意义和理论价值。本书结合中国转轨经济阶段特殊的制度背景，运用相关的理论分析工具，对终极控制人的性质及其经济动机与上市公司债务期限结构的关系进行理论分析和实证检验。

本章的内容安排如下：第1节，基于中国制度背景和已有研究文献的不足，提出本书所要研究的问题，以及研究的理论价值和现实意义；第2节，介绍主要研究内容、研究框架及研究方法；第3节，对本书涉及的主要概念进行界定和分析；第4节，介绍本书的创新之处。

## 1.1 问题的提出与研究意义

### 1.1.1 研究背景与问题的提出

债务融资是公司财务决策的一项重要内容，确定合理的债务融资比率有利于确定公司合理的资本结构、降低公司的资本成本、提高公司价值，因此很多研究致力于寻求公司的最优资本结构（MM, 1958；Miller, 1977；Jensen and Meckling, 1976；Ross, 1977；Myers, 1984；Grossman and Hart, 1982；Stulz, 1990；Aghion and Bolton, 1992 等）。这些研究存在的一个共同特点是视公司债务具有同质性。事实上，不同期限的债务具有不同的治理效应，确定合理的债务期限结构能够在更深层次上优化公司的资本结构，缓解公司内部管理者与外部投资者之间的利益冲突，如增加短期负债可以降低公司的资产替代行为（Jensen and Meckling, 1976），减少过度投资行为（Jensen, 1986），以及在一定程度上解决投资不足的问题（Myers, 1977）等。正因为如此，债务期限结构的选择引起了公司管理者及学术研究者的重视，成为财务领域的重要研究课题。

公司对债务期限进行管理的前提是要了解有关债务期限结构的

影响因素。目前，对公司债务期限结构影响因素的研究主要从以下三个角度展开：传统的研究主要关注公司特征与债务期限结构的关系，如公司的财务特征、所处行业、公司规模、经营质量等与债务期限结构的关系，强调公司应选择与发展战略一致或保证自身价值最大化的债务契约（Jensen and Meckling, 1976、1986；Myers, 1977；Smith, 1986；Flannery, 1986；Kale and Noe, 1990；Diamond, 1991、1993；Brick and Ravid, 1985、1991；Morris, 1976；Barclay and Smith, 1995；肖作平, 2005；袁卫秋, 2005等）。最近的一些研究开始关注制度环境因素，如政府质量、税收、法律等对公司债务期限的影响（Rajan and Zingales, 1995；Demirguk-Kunt and Maksimovic, 1999；Booth et al., 2001；Giannetti, 2003；Fan, Titman and Twite, 2007；Cull and Xu, 2003, 2005；Faccio, 2006；齐寅峰等, 2005；孙铮等, 2005；江伟、李斌, 2006；黎凯、叶建芳, 2007等），认为公司的债务期限结构是行为主体考虑客观制度环境约束条件下使价值趋于最大化的契约安排。还有一些研究主要探讨公司管理者或股权结构等公司内部治理因素与债务期限结构选择的关系（Datta, Iskandar-Datta and Raman, 2005；肖作平、廖理, 2007等），认为合理的债务期限结构安排有利于缓和股东与管理者或债权人之间的利益冲突，降低代理成本。

从这三个角度进行的研究逐步拓展了学者们对债务期限结构影响因素的探讨。从公司特征角度对债务期限进行研究的文献表明，不同国家中或同一国家的不同地区，相同的公司特征因素对公司债务期限结构的影响存在差异，这说明除公司特征因素外，还存在其他影响债务期限结构的因素。而后来的研究表明，这些影响因素包括制度环境因素及公司内部治理因素，因此从公司治理及制度环境角度展开的实证研究进一步拓展了对公司债务期限结构影响因素的研究。另外，从公司特征角度对债务期限进行研究的文献存在一个共同的假定：股东具有同质性或股东与管理者之间具有完全一致的

利益。实质上，具有不同所有权结构的公司，股东之间及股东与管理者之间对公司的剩余索取权并不相同，从而导致了控股股东与中小股东之间及股东与公司管理者之间的利益冲突，而公司选择不同期限的债务可以在一定程度上缓和这种利益冲突，降低代理成本，因此还应该放松这个前提条件进行更深入的研究。从公司内部治理角度对债务期限结构进行的研究在一定程度上弥补了这个不足。

但是，当前从公司治理的角度对债务期限结构进行研究的文献很少，且主要关注管理者持股或股权结构与债务期限结构的关系（Datta, Iskandar-Datta and Raman, 2005；肖作平、廖理，2007）。事实上，在存在多层级控股结构方式的上市公司中，公司的实际控制人往往是终极控制人，而不是控股股东或公司经营管理者，终极控制人对公司债务期限的选择有重要影响。这主要体现在：

其一，不同性质的终极控制人受客观制度环境的约束程度不同，使其对上市公司债务期限结构的影响也存在客观差异性。原因在于，终极控制人无论是自然人还是法人实体，都是民事行为的主体，其经济行动是嵌入于社会的制度结构中的，包括经济的制度与非经济的制度。正如涂尔干（2006）认为的那样：“凡是契约存在的地方，都必须服从一种支配力量，这种力量只属于社会，绝不属于个人。”同样，公司财务行为的发生是各种经济制度和非经济制度、正式制度和非正式制度共同作用的结果。

其二，终极控制人作为理性经济主体，有最大化自身效益的经济动机，其行为动机和利益取向将对公司债务融资决策产生影响；同时，终极控制人的行为动机和利益取向将影响债权人对公司风险程度的判断，并最终导致上市公司的债务期限结构存在差异性。

其三，根据新经济社会学的嵌入性假设，终极控制人既不是

外在于社会环境像原子化个人那样进行决策和行动，也不是固执地坚守其已有的社会规则与信条开展活动；相反，他们尝试进行的有目的的行动是嵌入在具体的、正在进行的社会关系中的。因此，必须在人的理性选择中加进非经济动机和非经济因素，尤其是社会结构因素对人的行为的影响，即考虑客观制度环境因素对终极控制人经济动机与债务期限结构之间关系的影响。

因此，从终极控制人的角度探讨上市公司终极控制人的性质及其经济动机对债务期限结构的影响具有重要意义，本书试图对此问题进行研究。具体来说，本书试图解决如下几个问题：第一，终极控制人的客体特征（性质）如何影响公司的债务期限结构？即在中国现有的制度背景下，不同产权性质及不同行政级别的终极控制人所控制的上市公司债务期限结构的差异性。第二，终极控制人的经济动机与债务期限结构之间存在什么关系？即基于最大化自身效益考虑的终极控制人如何影响公司的债务期限选择的问题。第三，终极控制人的经济动机与债务期限结构的关系是否受客体特征的影响？在中国政府对资源的配置居于垄断性地位的制度背景下，公司的行为往往嵌入于具体的社会制度结构中，是适应国家制度环境和制度安排的结果，因此公司行为主体的经济动机会受到制约，本书也试图对此问题进行检验。

本书从终极控制人的角度研究中国上市公司债务期限结构的问题还基于以下两个方面的考虑：一方面，当前对终极控制人的研究侧重于终极控制人与公司价值关系的研究，我们认为终极控制人影响公司绩效需要“中间桥梁”来实现，即终极控制人首先影响公司的决策，继而通过这些决策来影响公司的投融资行为并最终对公司价值产生影响。由于债务融资决策是公司财务决策的一项重要内容，对公司利益相关者利益的协调、公司风险控制、公司投资等至关重要，因此选择债务期限结构这一“中间桥梁”来进行研究。另一方面，目前对终极控制人与上市公司债务期限结构的关系直接



进行研究的文献非常有限，仅提供了一些间接证据，如黎凯、叶建芳（2007）主要研究不同政府层级对企业债务融资干预程度的差别；而江伟、李斌（2006）主要研究银行对企业的差别贷款行为。

另外，中国转轨经济时期国家的产权安排导致中国企业融资的制度背景与国外其他国家特别是发达国家存在很大的差异，并由此引发了企业不同的融资行为，这为我们从终极控制人的角度来研究上市公司债务期限结构问题提供了很好的机会，这主要体现在：

第一，中国特殊的股权设置背景，即股权不能转让，导致上市公司股权相对集中，而且控股股东通过组建多层级的控股结构方式来控制上市公司的现象普遍存在（刘芍佳等，2003；赖建清、吴世农，2004；叶勇、胡培和何伟，2005；邓淑芳，2006等），如本研究对2004—2006年1792个研究样本进行统计分析的结果显示，截至2006年，90.1%的样本公司控制层级在两层以上，其中由国有性质的终极控制人控制的上市公司所占的比例为84.6%，由各级政府机构控制的上市公司占71.7%。

第二，在对债权人的法律保护较弱且利率受到管制的背景下，债权人参与公司治理的动力不足，能够得到银行贷款<sup>①</sup>的企业往往是有足够抵押、担保或者是有“关系”的企业，非正式制度对债务契约的履行具有重要的影响。

第三，企业与银行产权公有的背景，不可避免地会导致政府的干预行为，当政府更加关注政治目标而不是经济目标时，往往更倾向于将资源转移到政府的支持者手中，或者说只有有政治关系的企业才能获得更多的债务融资，尤其是长期债务融资。

---

<sup>①</sup> 由于当前我国企业的债务主要来自银行贷款，因此本书的债权人主要是指银行。