

分类号.....

密级.....

U D C .....

编号.....

# 中南大學

CENTRAL SOUTH UNIVERSITY

## 硕士学位论文

论文题目 公司治理对上市公司融资策略、

资本结构的影响研究

学科、专业 .....

金融学

研究生姓名 .....

袁清超

导师姓名及

专业技术职务 .....

陈晓红 教授

2005年5月

## 摘 要

上市公司治理对公司发展至关重要,不同的治理结构对公司的融资结构、资本结构会造成不同的影响。本文力图从治理结构角度,研究其对融资策略、资本结构的影响。

本文主要是在借鉴现代公司治理及资本结构理论的基础上,结合我国的实际情况,对上市公司的融资策略、治理结构的特征及其内在关系进行了系统的研究,并对治理结构对融资结构、资本结构的影响进行了实证分析;根据最新的样本上市公司数据,选择治理结构中的一些指标,建立数学模型,进行多元线性回归分析,以研究治理结构对融资策略、资本结构的影响等。其后第六章对我国上市公司改善治理结构、优化融资策略的政策建议,最后给出了一个简要的结论。

本文的结论:我国上市公司有明显的股权融资偏好,融资顺序为股权融资、短期负债、内源融资、长期负债,这与西方国家上市公司的融资顺序不同;治理结构与融资策略选择的互动关系不强;独立董事比例与资产负债率正相关,工业、公用事业与资产负债率负相关,商业与流动负债率正相关,第一大股东持股比例与流动负债率负相关,第一大股东持股比例与长期负债率正相关,执行董事比例、工业、商业与长期负债率负相关。

**关键词** 上市公司, 融资策略, 资本结构, 治理结构, 实证分析

## **ABSTRACT**

Listed companies choose different financing tactics essential to its development in the course of management. This passage is dedicated to studying the impacts on the influence on financing tactics of listed companies, which is exerted by governance structure, is so meaningful to the improvement of governance structure, the optimization of financing tactics and the standardization of behavior conducted by companies.

This passage includes seven parts. The Third, Fourth and Fifth parts are the key points of this passage, on the basis of drawing lessons from the modern companies' capital structure theory in combination with actual conditions of our country, conducting systematic analysis on the financing tactics of listed companies, the character of governance structure and their inherent relations, and carrying on real example analyses on the influence on financing structure and capital structure inflicted by governance structure. The sixth chapter is dealing with policy recommendations on the improvement of governance structure and optimization of financing tactics. In the end, there is a brief conclusion.

The conclusion of this passage mainly includes: The listed companies have obvious preference for stock right financing, and the financing order is stock right financing, the short-term debt, endogenous financing, the long-term debt, which differs from that of western countries; The governance structure is irrational, and the shareholders'

meeting perform practically no function. In the meanwhile, board of director structure is unreasonable, which is highly coincident with the manager layer. Board of supervisors' independent character is poor, while manager layer is lacking in restraints and supervision; The interdynamic relation between governance structure and financing tactics is weak; Independent director rate and asset-liability rate are relevant towards the same direction. Industry, Public projects and asset-liability rate are oppositely relevant. Commerce and liquid debt rate are relevant towards the same way. The holding rate of the largest shareholder and liquid debt rate are conversely relevant. The holding rate of the largest shareholder and long-term debt rate are relevant towards the same direction. The executive director rate, Industry, Commerce and long-term debt rate are oppositely relevant.

**KEY WORDS:** listed companies, financial tactics, capital structure, governance structure, practical analysis

# 目 录

<b>第 1 章 绪论</b> .....	1
1.1 研究问题的提出.....	1
1.2 研究内容与研究方法.....	1
1.2.1 研究内容 .....	1
1.2.2 本文的结构 .....	1
1.2.3 研究方法 .....	2
1.3 本文的主要研究工作.....	2
<b>第 2 章 关于公司治理、资本结构与融资策略的文献综述</b> .....	3
2.1 公司治理、资本结构与融资策略的关系机理.....	4
2.1.1 治理结构与公司治理 .....	4
2.1.2 融资工具与融资策略 .....	5
2.1.3 融资结构与资本结构 .....	5
2.2 治理结构与融资策略内在关系的理论综述.....	6
2.3 传统、现代及新资本结构与融资策略理论综述.....	9
2.3.1 传统资本结构理论 .....	9
2.3.2 现代资本结构理论 .....	10
2.3.3 新资本结构理论 .....	13
2.4 国内外研究现状综述.....	16
2.4.1 国外研究评述 .....	16
2.4.2 国内研究现状 .....	17
<b>第 3 章 我国上市公司资本结构与融资策略的关系分析</b> .....	20
3.1 证券市场及公司上市的背景分析.....	20
3.1.1 背景介绍 .....	20
3.1.2 国企为什么偏好上市 .....	22
3.1.3 上市过程中财务、股本结构处置 .....	22
3.2 上市公司资本结构的特征与融资策略选择分析.....	24
3.2.1 融资策略以外源融资为主且股权融资偏好明显 .....	24

3.2.2 股权融资偏好的原因分析 .....	28
3.2.3 上市公司融资结构特征 .....	30
3.2.4 股权结构复杂 .....	32
<b>第4章 我国上市公司治理结构与融资策略的关系分析 .....</b>	<b>34</b>
4.1 上市公司治理结构的特征分析 .....	34
4.1.1 股东大会的约束机理分析 .....	34
4.1.2 股权结构特征分析 .....	34
4.1.3 董事会独立性分析 .....	35
4.1.4 经理层约束激励机制分析 .....	36
4.1.5 监事会运行效能分析 .....	36
4.1.6 “内部人控制”现象分析 .....	37
4.1.7 新旧权利机构职能转变特征分析 .....	37
4.2 我国上市公司融资策略与治理结构的互动关系分析 .....	38
4.2.1 股权融资的代理成本分析 .....	38
4.2.2 债务融资的代理成本分析 .....	38
4.2.3 融资策略与上市公司的控制权互动机理分析 .....	39
4.2.4 股权融资的治理效应分析 .....	40
4.2.5 债务融资的治理效应分析 .....	41
4.2.6 治理结构与融资策略的互动关系分析 .....	42
<b>第5章 我国上市公司治理、资本结构对融资策略影响的实证研究 .....</b>	<b>45</b>
5.1 研究假设及指标体系 .....	45
5.2 实证方法 .....	48
5.3 样本公司及数据的选取 .....	49
5.4 实证结果及分析 .....	50
5.4.1 回归结果 .....	50
5.4.2 对回归结果的分析 .....	57
<b>第6章 改善公司治理及资本结构、优化融资策略的政策建议 .....</b>	<b>59</b>
6.1 市场规制建设及股权分置改革 .....	59
6.2 国有股减持及股本多元化 .....	60
6.3 独立董事制度及中小股东权益的保护 .....	60

6.4 退出机制及经理人市场建设.....	61
6.5 债权人及市场外部治理约束.....	61
6.6 健全内控的有效途径探究.....	62
6.7 改革和完善信息披露制度的关键.....	62
<b>第7章 结论.....</b>	<b>64</b>
<b>参考文献.....</b>	<b>65</b>
<b>附录 样本公司目录.....</b>	<b>69</b>
<b>致 谢.....</b>	<b>70</b>

## 第1章 绪论

### 1.1 研究问题的提出

资本结构的影响因素很多，包括财务因素、行业因素、宏观经济因素、治理结构因素等等，现有文献中在研究影响资本结构的因素时涉及一两个与治理结构有关的指标的很多，但对治理结构对资本结构的影响作深入研究的却几乎没有。治理结构以及公司治理是一个非常重要的课题，公司融资策略的选择是现代公司财务管理中非常重要的一部分，研究现阶段我国上市公司治理结构对融资策略选择以及融资结构、资本结构的影响具有深远的意义。通过揭示上市公司治理结构、融资行为中存在的问题以及治理结构与融资策略选择不能形成有效的互动，可以为上市公司完善治理结构、理性融资、优化资本结构、有效地按现代企业制度的要求运作提供有益的帮助。

### 1.2 研究内容与研究方法

#### 1.2.1 研究内容

本文的研究内容，是在分析现代公司资本结构理论的基础上，结合我国上市公司融资策略选择以及治理结构的特征，对治理结构与融资结构的内在关系进行认真的理论研究，然后根据样本公司近几年的数据，以治理结构中的一些指标作为自变量，融资结构指标作为因变量，建立数学模型，进行多元线性回归分析，并对实证研究的结果进行分析、解释。通过认真的理论研究和实证分析后，本文会对资本结构的优化等提出一些建议。本文在研究中主要涉及到治理结构和资本结构两个方面的内容，但本文的中心是资本结构，治理结构是研究资本结构的一个工具，通过对治理结构与资本结构内在关系的研究，最终达到要优化公司资本结构的目的。

#### 1.2.2 本文的结构

本论文的基本结构如图 1-1:

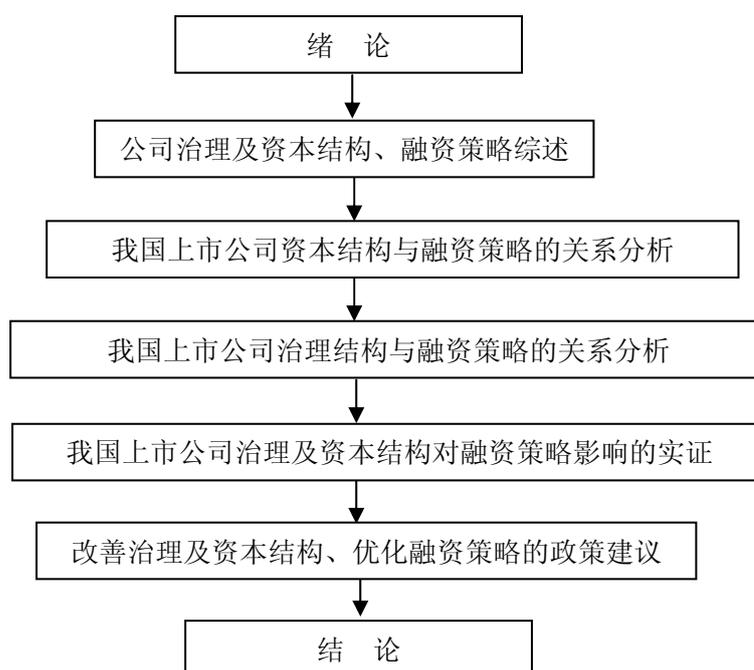


图 1-1 论文结构图

Fig 1-1 Structure of the article

### 1.2.3 研究方法

本文采取理论与实证分析相结合的方法，既做定性分析又做定量分析，从上市公司融资策略现状入手，分析其形成的原因，并进一步分析治理结构与资本结构的内在关系及治理结构对资本结构的影响情况，通过分析进而提出一些针对性的建议。在具体的实证分析中，本文将主要通过 EXCEL、SPSS 统计分析软件对样本公司近几年的数据进行处理。

## 1.3 本文的主要研究工作

本文的研究内容涉及资本结构理论、公司治理理论、契约理论等，本文以资本结构理论为基础，融入了治理结构、委托代理理论的相关内容。为了完成本论文，我看了很多关于上述内容的理论书籍，也参阅了大量国内外关于资本结构、治理结构的理论及实证研究的文献，在总结别人经验的基础上力图有所创新。另外我还参阅了许多有关我国资本市场、上市公司的资料，在研究中力争结合我国的实际情况进行认真、具体的分析。

## 第 2 章 关于公司治理、资本结构与融资策略的文献综述

资本结构与公司治理、融资策略的关系理论经历了从传统、现代到新资本结构理论的发展历程，传统、现代资本结构理论属于旧资本结构理论的范畴，而以优序融资理论、代理成本理论、财务契约论和信号模型为主流学派的新资本结构理论是在不对称信息下的资本结构及公司治理理论。传统资本结构及公司治理理论以威廉斯、多德、格雷汉姆、高顿、布里汉、韦斯腾等为代表，从文献上看，杜兰特（Durand）的文章是对传统资本结构观点最为系统、全面的概述，但杜兰特本人并不完全赞同传统资本结构观点。杜兰特是从传统资本结构理论到现代资本结构及公司治理理论过度阶段的重要人物，1952 年，杜兰特在比较净经营收益（NOI）和净收益（NI）方法时，显示了在 NOI 市场价值评价理论之下，企业价值独立于资本结构。然而只有到 1958 年莫迪格利安尼和米勒在《美国经济评论》第 48 卷发表了联合署名的题为《资本成本、公司财务与投资理论》的经典论文后，才标志着现代资本结构及公司治理理论的建立，在这篇以后成为资本结构及公司治理理论史上最为著名的经典文献中，莫迪格利安尼和米勒提出了名垂青史的“MM 定理”，之后资本结构及公司治理理论才开始吸引越来越多财务经济研究人员的注意力。60 年代末后，资本结构及公司治理理论顺着 MM 定理的假设条件主要分为两大分支：一个分支（包括莫迪格利安尼和米勒本人）向左转，以法拉、塞尔文、贝南和斯塔普里顿等人为主，企图探讨在引入税收制度后，各类税收差异与资本结构的关系，形成所谓的“税差学派”；另一分支向“右”转，以斯蒂格利茨、巴隆、巴克特、华纳和阿特曼等人为代表，主要研究破产成本对资本结构的影响，形成所谓的“破产成本主义”。在此基础上，这两大学派最后再归结到斯科特、罗比切克、梅耶斯、考斯、李真伯格等人所倡导的权衡理论，以及迪安吉罗和马苏里斯主张的后权衡理论，主张企业最优资本结构在于权衡债务与非债务的税收利益与破产成本。这个发展框架就是一般所说的“旧资本结构及公司治理理论”。

到了 70 年代后期，更确切的说，是在 1976 至 1979 年之间，旧资本结构及公司治理理论框架发生了重大变化，出现了历史性的转折，以信息不对称理论为中心的新资本结构及公司治理理论开始取代旧资本结构及公司治理理论，登上学术舞台。新资本结构及公司治理理论者一反旧资本结构及公司治理理论只

注重税收、破产等“外部因素”对企业最优资本结构的影响，试图通过信息不对称理论中的“信号”“动机”“激励”等概念，从企业“内部因素”来展开对资本结构问题的分析。这样就把传统资本结构权衡难题转化为结构或制度设计问题，从而给资本结构及公司治理理论问题开辟了新的研究方向，提供了新的诠释<sup>[6]</sup>。新资本结构及公司治理理论包括以梅耶斯、迈基里夫为代表的优序融资理论（即啄食顺序理论）以及由此派生出来的资本结构决定因素学派即融资工具理论，以詹森、麦克林、梅耶斯为代表的代理成本说，以史密斯、华纳为代表的财务契约论，以罗恩、利兰、派尔为代表的信号模型，以邓洛夫斯基、史密斯为代表的产业组织理论，以及以哈里斯、拉维夫、斯图茨为代表的企业治理结构学派即控制权理论等。

## 2.1 公司治理、资本结构与融资策略的关系机理

### 2.1.1 治理结构与公司治理

所谓治理结构，是指由股东大会、董事会、监事会、经理层组成的一种组织结构，在这种结构中上述各方形成一定的制衡关系。股东大会是公司的权力机构，董事会是公司的决策机构，董事会拥有对高级管理人员的聘用、奖惩和解雇权，高级管理人员受雇于董事会，组成在董事会领导下的执行机构，在董事会的授权范围内经营企业，公司的监事会履行对董事会、经理层进行监督的职责<sup>[7]</sup>。

根据契约理论，所谓公司治理就是协调股东和其他利益相关者相互之间关系的一系列制度，涉及指挥、控制、激励等方面的活动内容。公司治理是一个多角度多层次的概念，很难用简单的术语来表达，但从公司治理这一问题的产生与发展来看，可以从狭义和广义两方面去理解。狭义的公司治理，是指所有者，主要是股东对经营者的一种监督与制衡机制，即通过一种制度来安排，合理地配置所有者与经营者之间的权利与责任关系，公司治理的目标是保证股东利益的最大化，防止经营者对所有者的背离，其主要特点是通过股东大会、董事会、监事会及管理层所构成的公司治理结构的内部治理。广义的公司治理则不局限于股东对经营者的制衡，而是涉及到广泛的利害相关者，包括股东、债权人、供应商、雇员、政府和社区等与公司有利害关系的集团，公司治理是通过一套包括正式或非正式的、内部的或外部的制度或机制来协调公司与所有

利害相关者之间的利益关系，以保证公司决策的科学化，从而最终维护公司各方面的利益。

公司治理与治理结构是两个不同的概念，公司治理比治理结构具有广泛得多的内涵。公司治理可以分为内部治理和外部治理，治理结构是帮助实现内部治理的组织结构，狭义的公司治理就是内部治理，广义的公司治理既包括内部治理又包括外部治理。

### 2.1.2 融资工具与融资策略

按资金来源的不同途径，企业融资可以分为内源融资与外源融资。内源融资是指企业的自有资金和在生产经营过程中的资金积累部分。外源融资是指企业的来源于外部的资金。内源融资又可划分为折旧融资与利润留存，折旧融资是由于财务折旧政策所产生的，实际上并没有带来资金，利润留存是指本可以分配给股东的以前年度的利润由于公司的发展需要未分配给股东而保留的部分，利润留存是内源融资的主要方式。外源融资可划分为股权融资和债务融资，股权融资是指以首次公开发行（IPO）、配股、增发等让出资方成为股东的方式融入资金，债务融资是指以发行企业债券、银行贷款等方式融入资金，债务融资的出资方是公司的债权人，债务融资会增加公司的财务费用。股权融资和债务融资中的发行企业债券属于直接融资，债务融资中的银行贷款属于间接融资。

对上市公司来讲，利润留存、首次公开发行（IPO）、配股、增发、企业债券、银行贷款等就是其可以选择的融资工具。而策略<sup>[8]</sup>是指根据形势发展而制定的行动方针和斗争方式，融资策略就是上市公司在融资行为中选择不同融资工具的行动方针和斗争方式。

### 2.1.3 融资结构与资本结构

融资结构（financial structure）是指公司在取得资金来源时，通过不同渠道筹措的资金的有机搭配以及各种资金所占的比例。具体地说，是指公司所有的资金来源项目之间的比例关系，也就是自有资金（权益资本）及借入资金（负债）的构成态势，它是资产负债表右方的基本结构，主要包括短期负债、长期负债和所有者权益等项目之间的比例关系。

公司的融资结构不仅揭示了公司资产的产权归属和债务保证程度，而且反映了公司融资风险大小，即流动性大的负债占的比重越大，其偿债风险越大，反之则偿债风险越小。

资本结构（capital structure），是指公司取得长期资金的各项来源的组合及

相互关系。公司的长期资金来源一般包括所有者权益和长期负债，因此，资本结构主要是指对两者的组合和相互关系。资本结构是长期资金项目之间的比例，主要包括长期负债、股东权益，但不包括短期信用。

公司的资本结构只是融资结构的一部分，狭义的融资结构就是资本结构。它研究的侧重点放在股权资本与长期债务资本之间的比例上，从而反映公司资本化的情况；就一个持续经营的公司而言，其资本结构又被视为公司永久性资金来源的构成。另外，从分析公司资金偿付能力及公司财务风险程度来研究资本结构更显重要。因此，在现代公司融资活动中，为实现公司市场价值最大化，一般把资本结构作为研究的重点，探讨资本结构变动对公司价值及总资本成本率的影响，相应地形成了不同的资本结构及公司治理理论。

对于资本结构的定义在西方财务金融界还存在着不同的认识。有人认为，资本结构就是融资结构，如（香港）巨文出版社出版的《英汉、汉英会计词典》中，将资本结构定义为“公司权益的成分，即短期负债、长期负债及业主权益的相对比例关系”；另一种观点认为，资本结构与融资结构之间，虽然有许多共同点，但却是两个不同的财务金融范畴。本文在研究中比较倾向于后一种看法，因为融资结构和资本结构研究内容和目的是各有侧重的。但在某些场合，融资结构与资本结构又是相通的，融资策略、融资结构、资本结构几乎可以互换，大家可以根据上下文意思比较清晰地进行理解。

从本质上说，融资结构是公司融资行为的结果。公司融资是一个动态过程，不同的行为必然导致不同的结果，形成不同的融资结构。公司融资行为合理与否必然通过融资结构反映出来。合理的融资行为必然形成优化的融资结构，融资行为的扭曲必然导致融资结构的失衡。

相应地，公司在取得长期资金时不同的融资行为将导致不同的结果，形成不同的资本结构。公司对长期资金融资行为合理与否必然通过资本结构反映出来。合理的融资行为必然形成优化的资本结构，融资行为的扭曲必然导致资本结构的失衡。

## 2.2 治理结构与融资策略内在关系的理论综述

历史地看，现代公司的出现是生产社会化发展到一定阶段的产物。生产社会化的发展使得生产所需要的投资规模超过了私人投资者所能承受的限度，这客观上要求资本的集中；而大规模的投资如果由单个投资者所提供，也加大了

其投资风险。因此单个投资者存在着分散投资风险的内在需求，从而以有限责任为基础的股份公司应运而生，这正是现代公司的典型形式。

随着企业规模的扩大和每个企业所有者人数的增加，所有者直接管理企业成为一种成本高昂的行为；同时由于个体之间存在着能力的差异，所有者未必是合格的企业家。因此从市场上选择一个善于经营的人代表所有者管理企业就是理性的选择，委托-代理关系由此产生，所有权和经营权实现分离。但是由于委托人（所有者）和代理人（经营者）是不同的利益主体，具有不同的效用函数，因此二者之间潜在地存在着激励不相容。而且代理人（经营者）拥有关于其自身知识、才能、掌握的机遇和努力程度等私人信息，这都是很难为委托人（所有者）所观察和监督的，而理性的代理人（经营者）又具有偷懒和机会主义动机，因而在委托人（所有者）与代理人（经营者）相比处于信息劣势的情况下，必然有代理成本及激励问题的产生。为了解决现代公司中广泛存在的委托-代理问题，就必须设计一套相应的制度安排，使代理成本最小化，提高企业的经营绩效，这种制度安排就是所谓的公司治理结构。

公司治理结构是由股东大会、董事会、监事会、经理层等“物理层次”的组织架构，以及联结上述组织架构的责权利划分、制衡关系和配套机制（决策、指挥、激励、约束机制）等游戏规则构成的有机整体，其关键在于明确而合理地配置公司股东、董事会、监事会、经理人员和其他利益相关者之间的权力、责任和利益，从而形成有效的制衡关系<sup>[16]</sup>。

公司治理结构问题之所以会出现，根源在于现代公司中的所有权与经营权的分离以及由此所派生出的委托-代理关系。从公司治理结构的演化过程看，公司治理结构解决的主要问题就是对代理人的激励和约束问题，激励的目的是为了使代理人有积极性为投资人的利益而努力工作，约束的目的是为了使代理人不至于由于自利而损害投资人的利益。为了激励，就要使代理人有职、有权、有利，为了约束，就要使代理人的职位、权力、利益时刻受到监控、威胁，二者之间的制衡成为公司治理结构有效与否的关键。失去制衡的公司治理结构，只有两个结果，一是代理人成为傀儡，二是内部人控制（insider control），二者都不利于企业的发展。

现代企业理论是在对古典企业理论的反思和不满中发展起来的，现代企业理论的一个核心观点是，企业是一系列（不完全）契约的有机组合。契约理论之先河由科斯（Coase）开辟，科斯依据交易和交易费用来阐释企业的性质，认为企业是生产要素的交易，确切地说是劳动与资本的长期权威性的契约关系。契约理论在70年代取得较大的发展，逐渐衍生出代理理论。现代公司以规模生

产、技术创新和层级制管理为基础，两权分离已成为基本特征，更好地实现了物质资本与人力资本的结合，随之就出现了委托代理关系。委托代理所产生的公式效果和规模经济是以代理人是一个具有独立利益和行为目标的经济人，其行为目标与委托人的目标不可能完全一致，以及委托人与代理人之间存在严重的信息不对称和契约的不完全性为前提，在经济生活中这一假定前提很难满足。公司的委托代理关系中就会存在代理人问题，它包括代理人的“道德风险”和“逆向选择”。“道德风险”（moral hazard）是指代理人借委托人观察监督困难之机而采取的不利于委托人的行动。“逆向选择”（adverse selection）是指代理人占有委托人所观察不到的信息，并利用这些私人信息进行决策<sup>[17]</sup>。为解决代理人问题，委托人就必须设立一套有效的制衡机制来规范和约束代理人偏离委托人的行为，这就产生了监督成本。在有些情况下，委托人要求代理人支付一定的保证费用，以确保代理人不采取有损委托人利益的行动，或者若代理人采取有损委托人利益的行动，保证委托人能得到补偿。大多数委托代理关系都会产生监督成本和保证成本。尽管如此，代理人的决策与使委托人福利最大化的决策并不会完全一致，二者的偏差会给委托人造成一定的损失，委托人的这部分福利损失也是一种代理成本，称之为剩余损失，因此，由于委托代理关系产生的代理成本由三部分构成：①委托人支付的监督成本；②代理人支付的保证成本；③剩余损失。

融资策略包括股权融资和债务融资两种形式。不同的融资策略产生不同的委托代理关系，股权融资产生的是股东与经营管理者之间的委托代理关系；而债务融资产生的是债权人与股东之间的委托代理关系。不同的融资策略与不同的代理成本相关联，融资决策就是通过确定最合适的融资策略或融资结构，促使代理成本最小化。

融资策略、资本结构是治理结构的基础，融资策略可能改变公司股东大会的结构，进而影响董事会、经理层组成，有什么样的融资结构就有什么样的公司治理机制。融资结构的合理确定是公司有效治理的基础，融资策略决定治理结构的模式，重股权融资的融资结构将产生以英美为代表的市场导向型的外部控制式的法人治理结构，重债务融资的融资结构将产生以日德为代表的债权人导向型的内部控制式的法人治理结构。反过来，治理结构也会反作用于融资策略，治理结构中股东大会、董事会、监事会、经理层之间相互约束、相互制衡，不同的融资策略代表并影响着不同利益主体的利益。在融资策略、资本结构与治理结构之间存在着有机的关系，孤立地分别研究它们对于企业价值的影响，可能是片面的。资本结构不仅仅体现了企业资本的来源，它还影响到企业权力

在各个利益主体间的分布关系，决定了各个利益主体所受到的约束。因此，资本结构对于委托代理关系的效率能够发挥作用，并关系到企业的所有权与控制权从而影响到治理结构，并进而影响到企业在商品市场的业绩情况。

## 2.3 传统、现代及新资本结构与融资策略理论综述

### 2.3.1 传统资本结构理论

净收益理论认为：负债融资可以降低企业的总资本成本，从而提高企业的市场价值，所以企业应当尽可能利用负债融资优化其资本结构。该理论假设：权益资本成本（ $K_e$ ）和负债融资成本（ $K_d$ ）都固定不变，且  $K_e > K_d$ 。由此可以推知：负债（ $D$ ）的增加将导致总资本成本（ $K_a$ ）的下降。

其逻辑推导过程如下：

$$K_a = \frac{D}{V}K_d + \frac{E}{V}K_e = \frac{D}{V}K_d + K_e - \frac{D}{V}K_e = K_e + \frac{D}{V}(K_d - K_e) \quad \text{式 (2-1)}$$

式 (2-1) 中  $K_a$ 、 $K_d$ 、 $K_e$ 、 $D$  的含义如文中所述， $E$ 、 $V$  分别表示权益资本和企业价值。一般而言，权益资本风险较大，股东所要求的收益率（ $K_e$ ）自然高于债权人要求的收益率（ $K_d$ ），即  $K_d - K_e < 0$ 。因此，随着负债比率（ $D/V$ ）的增加，加权平均资本成本（ $K_a$ ）将减少。若企业资本完全为权益资本时（ $D/V=0$ ），有  $K_a=K_e$  时，此时企业加权资本成本最高；随着企业财务杠杆比率的提高， $K_a$  开始下降；当企业融资完全来自负债融资时，加权资本成本降到最低点，此时， $K_a=K_d$ ，企业价值达到最大化。

从上述推导过程中可以看出，净收益理论暗含着一个假设前提，即财务杠杆的提高不会增加企业风险（即不增加股东的风险，也不增加债权人的风险）。只有满足这一条件负债融资才能使企业权益资本价值与债务融资价值同时增加，进而实现企业市场价值最大化。依据净收益理论，企业最优资本结构是 100% 的负债融资的极端结论。然而，我们从企业理财的实践中发现，100% 的负债融资并不能实现企业价值最大化。问题出在净收益理论的前提假设上。随着我们对资本结构理论的深入分析，不难发现净收益理论的假设前提难以成立。

与净收益理论不同，净经营收益理论认为：无论企业财务杠杆如何变化，其加权平均资本成本固定不变，因此，企业市场价值也不因其财务杠杆的变化而变化。该理论假设：企业加权平均资本成本（ $K_a$ ）及负债融资成本（ $K_d$ ）固定不变且  $K_a > K_d$ ；负债融资的增加将同时增加企业的经营风险，从而使得股东要求更高的权益资本收益。因此，权益资本成本（ $K_e$ ）会随财务杠杆（ $D/V$ ）的提

高而提高。

其公式推导如下：

$$K_a = \frac{D}{V}K_d + \frac{E}{V}K_e$$

$$K_e = (K_a - \frac{D}{V}K_d) \frac{V}{E} = K_a \frac{D+E}{E} - \frac{D}{E}K_d = K_a + \frac{D}{E}(K_a - K_d) \quad \text{式 (2-2)}$$

由于  $K_a$  与  $K_d$  固定不变，且  $K_a > K_d$ ，随着财务杠杆 ( $D/V$ ) 的增加， $D/E$  也会增加，从而  $K_e$  不断增加。负债融资的成本节约完全被权益融资的成本上升所抵消。负债融资的这种完全的“成本替代效应”致使企业价值并不随财务杠杆的变化而变化。依据净经营收益理论，企业融资并不存在最优资本结构。这一理论的主要障碍仍在其立论前提中。我们研究资本结构的初衷在于寻求实现企业价值最大化的资本结构。企业价值最大化就意味着资本成本 ( $K_a$ ) 最小化，即降低资本成本 ( $K_a$ ) 正是我们研究资本结构的目标。该理论假定资本成本 ( $K_a$ ) 不变，当然寻求最优资本结构也失去了意义。由此可见，这一理论的逻辑起点严重错位。

### 2.3.2 现代资本结构理论

MM 理论不仅包括 Modigliani 和 Miller 在《资本成本、公司财务与投资管理》一文中提出的三个核心命题，而且包括他们在其后几年中发表的系列相关文章中所做的补充与修正。三个命题以新古典学派的理论成果为基础，以完善的资本市场为前提。Modigliani 和 Miller 的完善资本市场主要包括如下假设：资本市场交易成本为零，即没有市场交易成本、没有政府限制、可自由交易，且资本资产可无限分割；个人借款利率与企业借款利率相同，且均无破产风险；投资者可按个人意愿进行各种套利活动，不受任何法律限制，且既不存在企业所得税，也不存在个人所得税；企业经营风险相同，且它们所属的风险等级一致（企业经营风险的高低由息税前盈余 (EBIT) 的标准差衡量）；不同投资者对企业未来收益及风险的预期相同；企业增长率为零，即企业息税前盈余 (EBIT) 固定不变，财务杠杆收益全部支付给股东；企业永续经营，且预期各期的现金流量构成等额年金<sup>[9]</sup>。

根据上述假定，Modigliani 和 Miller 提出如下三个命题：

命题 1：“任何企业的市场价值与其资本结构无关，而是取决于按照与其风险程度相适应的预期收益率进行资本化的预期收益水平”，即

$$V_l = V_u = \frac{EBIT}{K_a} = \frac{EBIT}{K_{eu}} \quad \text{式 (2-3)}$$

式(2-3)中： $V_l$ 、 $V_u$ 分别表示有负债及无负债的企业价值；EBIT表示息税前盈余； $K_a$ 、 $K_{eu}$ 分别表示有负债企业的加权资本成本和无负债企业的权益资本成本。

命题2：“股票预期收益率应等于处于同一风险程度的净权益流量的资本化率加上与其财务风险相适应的风险溢价(Premium)。其中财务风险是净权益流量资本化率和利率之差与负债权益比率的乘积，即

$$K_{el} = K_{eu} + (K_{eu} - K_d) \cdot \frac{D}{E} \quad \text{式(2-4)}$$

式(2-4)中 $K_{el}$ 表示负债企业的股票预期收益率，命题2意味着负债企业的权益资本成本随着财务杠杆的上升而增加。

命题3：“任何情况下，企业投资决策只能依据净权益流量资本化率( $K_{eu}$ )，它完全不受融资工具类型的影响”。

在莫迪格利安尼和米勒的这三项命题中，命题1最为关键，是整个MM理论的中心，最为集中地体现了MM理论的精髓，命题2是命题1在资本成本理论领域的派生，命题3则是命题1和命题2在投资决策上的应用。

破产成本主义打从它产生的一刻起就不是一个定义严格、观点统一、范围划分十分清楚的派别。它之所以被标以“破产成本主义”的名称，很大程度上在于这部分学者都以“破产成本”为研究主题，内容或多或少涉及到资本结构理论问题。当作一个学派来看待的话，它更像是一个内容庞杂、见解各异、花样百出的大杂烩，不但包括与企业破产过程有关的各类成本，而且还塞进了许多诸如清偿成本、重组成本以及财务困境成本等五花八门的概念。与破产成本主义有牵连的财务学家很多，大部分的权衡理论者实际上都对破产成本有所研究，以斯科特最为典型。如果非要对破产成本主义作一个分类的话，则大体上可以按照学者们的研究内容粗略地分为两个分支，一支是巴克特、斯蒂格利茨和巴隆等人，力图从理论上证明破产成本与MM定理的关系，也就是所谓的“学院派”；另外一支以阿特曼和华纳为代表，从事破产成本的衡量与估计，即所谓的“经验破产成本主义”。破产成本主义的其他旁支如清偿成本和财务困境成本大致上也可以这样划分，不过内容上没有这般丰富。

税差学派是一个很广泛的提法，严格来说，它实际上不是一个流派，既没有一个统一的主张和立场，也没有形成一个完整的团体，而是许多学者关于税收差异对资本结构所起影响的各种观点和看法，这些观点和看法既有共同一致之处，也存在很多的差异和分歧。我们这里所说的影响企业最优资本结构的税收差异包括两个方面：一方面指在现有税收制度下，因为税收种类的不同所产

生的税收差异，在绝大部分的学术文献里，学者所研究的这类税收差异主要围绕企业所得税、个人所得税和资本利得税之间在税率上的差异对资本结构的影响进行；另一方面指在累进所得税制下，投资者因为个人所适用税收等级的不同所产生的税负差异，在米勒 1997 年的文章之后，这方面的研究尤为突出。前者形成了以法拉和塞尔文、斯塔普里顿、贝南和斯蒂格利茨为代表人物的所谓的“税差学派”，后者则变成米勒的市场均衡模型的中心内容。

广义上讲，“权衡”问题贯穿资本结构理论发展的全过程，整个资本结构理论史就是一部“权衡”理论史，主要内容都是在研究资本结构的成本与利益的权衡问题。权衡理论又称平衡理论，也就是考虑财务危机和负债的税收利益后的资本结构理论。针对 MM 理论缺乏对财务危机和负债的税收利益的考虑，一些财务金融学家在对 MM 理论提出质疑的同时，研究分析了财务危机与负债的税收利益对公司价值的影响。他们认为，制约公司无限追求债务抵税收益的是随公司债权融资增加而上升的公司经营风险。根据权衡理论，由于债务融资的利息抵税收益的存在，公司固然可以通过增加债务而增加其市场价值，但随着公司债务的上升，公司财务风险也在增加，即公司陷入财务亏空的概率也在增加，甚至最终导致破产。并且，无论破产与否，公司财务亏空概率上升都给公司带来额外成本，使公司的市场价值下降。因此，公司最佳的资本结构就是平衡债务利息抵税收益和因陷入财务亏空而导致的各种成本的结果，这就是平衡论。

根据权衡理论，公司市场价值 = 公司自有资金市场价值 + 债务利息抵税现值 - 财务亏空引起的成本现值。用公式表示为

$$Vl = Vu + TcD - PVCb \quad \text{式 (2-5)}$$

如果公司全部使用自有资金（内源融资），即资产负债率为零，公司市场价值为  $Vu$ ，当公司增加债务融资时，资产负债率也逐渐增加，由于债务利息的抵税作用，公司的市场价值也逐渐增大，但是，当资产负债率达到一定程度时，财务亏空成本（主要是破产成本）开始发生作用并抵消由于债务利息抵税而带来的收益。当资产负债率达到某个比例时，公司因举债而带来的利息抵税收益正好等于因为债务增加引起的财务亏空成本，这时，公司市场价值达到极大值，因此，此时的资产负债率为最优的负债 - 资产比率。

可见，破产实际上是股东与债权人的利益再分配。破产使股票收益为零，代表股东利益的企业经营者为防止破产发生而少发行债券，尽管这样做会减少由于负债而带来的利息抵税收益，这是抵制公司追求免税而扩大债务 - 资产比的有力杠杆。

从上述分析可见，该理论放松了 MM 理论关于无破产风险的假设，引入了

财务危机成本和负债的税收利益，深入地研究了公司融资结构与市场价值的关系，并从负债节税利益与财务危机成本的比较分析中得出公司存在最佳资本结构的结论。

上述是前期权衡理论，但前期权衡理论受到了 Miller (1977) 的严厉批评。此后，后期权衡理论在前期权衡理论的基础上引入了代理理论的研究成果和非负债税盾，从而使权衡理论得到进一步完善。后期权衡理论可以用公式表示为：

$$Vl = Vu + (1-t)D + St - PVCb - PVCa \quad \text{式 (2-6)}$$

式 (2-6) 中： $T = \frac{(1-Tc)(1-Te)}{1-Td}$ ；St 为非负债税盾；PVCa 为代理成本现值；

其他变量的含义同上。

代理成本的含义我们将在下文谈到，这里不予展开。所谓非负债税盾是指企业所享有的固定资产折旧以及投资税收减免等税收利益。

### 2.3.3 新资本结构理论

代理成本理论是以委托代理理论、公司理论和财产所有权理论来系统分析和解释信息不对称情况下的公司融资结构问题的学说。其创始人 (Jensen & Meckling, 1976) 把代理关系定义为这样一种关系，即委托人授予代理人某些决策权，要求代理人提供有利于委托人利益的服务。代理关系存在于所有的组织和合作中，公司中所有权与控制权相分离引起的资本所有者与经营者的关系也属于代理关系。假定委托人和代理人都追求效用最大化，那么就可以相信，代理人不会总是根据委托人的利益采取行动。为解决这个问题，①委托人可以激励和监督代理人，以使其为自己的利益尽力；②代理人可以用一定的财产担保不侵害委托人的利益，否则以此给以补偿。即使如此，代理人的行动与使委托人效用最大化的行动仍会有差异，由此造成委托人利益的损失被称为“剩余损失”。这样代理成本被定义为委托人的监督成本、代理人的担保成本和剩余损失。

该理论认为，代理成本是公司所有权结构的决定因素，代理成本的存在源于经营者不是公司的完全所有者这样的事实。在这种情况下，经营者的工作努力可能是他承担全部成本而仅获部分收益；同样，当他在职消费时，他得到全部好处却只承担部分成本。结果就是经营者的工作积极性不高，却热衷于追求在职消费。因此，公司的市场价值也就低于经营者是完全所有者时的市场价值。这两者之间的差额就是外部股权的代理成本，它是外部所有者理性预期之内必须要由经营者自己承担的成本。让经营者成为完全所有者可以解决代理成本问题，但是这受到经营者自身财富的限制。

债务融资可以突破这一限制，但是债务融资可能会导致另一种代理成本，

即经营者作为剩余索取者有更大的积极性去从事有较大风险的项目。因为它能够获得成功的收益，并借助有限责任制度把失败的损失推给债权人。当然这种债权的代理成本也得由经营者来承担，因为债权人也有其理性预期，从而债权融资比例上升导致举债成本上升。

Jensen 和 Meckling 在对股权和债务的代理成本进行分析的基础上，得出一个基本结论：均衡的公司所有权结构是由股权代理成本的债务代理成本之间的平衡关系来决定的，公司的最优资本结构就是使两种融资方式的边际代理成本相等从而总代理成本最小的结构。

以 Ross (1977)、Leland 和 Pyle (1977) 为先驱的信号传递理论将企业资本结构的决定建立在内部人 (Insiders) 与外部人 (Outsiders) 对有关企业真实价值或投资机会的信息的非对称基础上。在信号传递理论看来：信息非对称扭曲企业市场价值，因而导致投资决策无效率，不同的资本结构向市场传递着不同的企业价值信号，经理人员或内部人通过选择适宜的资本结构向市场传递着企业质量的信号，并力求避免负面信息的传递<sup>[10]</sup>。

不对称信息理论提出比较接近现实的假设，即企业经理人比投资者更多地了解企业内部经营活动，因而在与投资者的博弈中处于优势地位。信号传递模型包括负债比例的信号传递和内部人持股比例的信号传递。罗斯假定企业经理人对企业投资的未来收益和风险有内部信息，而投资者没有，但知晓对经理人的激励制度，因此，投资者只能借助经理人输送出来的信息间接地评价企业市场价值。企业负债比率或资本结构就是一种内部信息。负债比例上升表明经理人对企业未来收益有较高期望，传递着其对企业的信心。债务比例的上升，一方面会使经理人更加努力工作，另一方面也使潜在的投资者对企业价值的前景更有信心。因此，举债可以降低企业资金的总成本，提高企业价值。在利兰德和派尔的模型中，企业家是风险规避者，并且财富有限，因此希望与外部投资者合作。经理人与外部投资者之间虽存在信息不对称，但也存在着一种可靠的交流机制。由于市场认为，项目质量是企业经理人自己所有权份额的一个函数，经理人可变动自己的股份比例，以此作为传递项目质量的信号。在均衡状态下，经理人股份比例将完全揭示其对项目收益的预期。

优序融资理论，又称啄食顺序理论 (The Pecking Order)，在资本结构理论中占有重要的地位。Myers 和 Myjuf (1984) 吸收权衡理论、代理理论以及信号传递理论的研究成果，提出了优序融资理论。他们认为，信息非对称源于控制权与管理权的分离，在非对称信息条件下，经理人员作为内部人比市场或投资者 (外部人) 更了解企业收益和投资的真实情况。外部人只能根据内部人所传

递的信号来重新评价自己的投资决策。企业资本结构、融资决策或股利政策都是内部人传递信号的手段。假设企业现有一个新的高盈利性投资项目，且该项目一旦付诸实施，一定能使企业价值上升。当存在非对称信息时，投资者对这个项目的盈利能力缺乏足够的认识。此时，企业若选择发行新股筹集资金，往往被市场误认为其资金周转失灵。因此，其公司股票价格将下跌，而不是上升。此外，公司招股说明书用语相当谨慎，并不能充分说明投资项目的未来前景，证券交易法规也禁止企业在招股说明书上过分乐观地描述项目前景。所以，企业最为稳妥的融资选择是以保留盈余进行内部融资。这样不仅可以避免外部融资所造成的企业价值下跌，而且可以确保原有股东的利益。在企业保留盈余不足以满足项目投资的资金需要的情况下，企业外部融资的最优选择应当是债务融资。因为，利用债务融资，一旦项目实现盈利，债权人得到的只是固定利息，得到大头的仍然是原股东，再者，债务融资以企业资产为抵押，通常对企业价值的影响较小。在这种情况下，企业一般采取的融资顺序是：内部融资、债务融资、发行股票，即企业总是尽可能地利用内部积累资金来投资，其次是进行债务融资，直到因债务融资导致企业可能发生财务危机时，最后才考虑发行股票。根据优序融资理论，企业融资方式的选择顺序应是：先内源融资（即留存收益），其次是债务融资，最后才是外部股权融资。

根据控制权理论，资本交易不仅会引起剩余收益的分配问题，还会引起剩余控制权的配置问题。该理论认为，股票和债券的区别在于，不仅它们是资本的不同回收方式，而且股票带有投票权，而债券只在公司破产后才带有投票权。所以股权融资的意义在于把公司的财产控制权分配给股东，只要公司能按期偿还所欠债务；否则公司的控制权便由股东转移到债权人手里。阿洪-博尔顿（Aghion-Bolton,1992）模型解释了典型的债务契约为什么与破产机制相互无联系，而股权契约则是同保持清偿能力前提下的公司经营权相连。换言之，他们构造了一个模型，通过使其收益流量和控制权最大化来产生有效的融资模式，其结果，债券和股票就财务和控制权的特点来说，都是最优的。如果契约是不完全的，那么凡是契约中未经规定的权利都是剩余控制权，剩余控制权掌握在谁手里对于公司的行为有重要影响<sup>[11]</sup>。

正是沿着这个思路，阿洪和博尔顿提出了新的筹资政策理论。假定有两个人，一个是有资金无技术的投资者，另一个是有技术无资金的企业家。两者在市场上相遇后自愿合作而签定某种契约。假定未来是不确定的，企业家的行为可以有三种：一是按正常动作，二是创新，三是关闭。假定企业家与投资者的利益并不完全吻合。公司关闭有损于企业家的声誉，因此企业家不愿作第三种

选择。如果完全契约可能的话，则契约上就应该明确在何种情况下企业家应做出何种选择。这样虽然企业家与投资者有利益冲突，但在给定的完全竞争条件下，这种冲突在签定契约时就可以化解。当完全契约不可能时，剩余控制权的分配就变得很重要。

在该模型里有三种情况：如果筹资方式是发行带有投票权的普通股，则投资者掌握剩余控制权。如果筹资方式是发行不带有投票权的优先股或债券，则企业家拥有剩余控制权，前提是他能按期偿还债务；否则剩余控制权便由企业家转移到投资者手中。这最后一种情况便是破产。Aghion-Bolton 模型中证实，当出现不利的、公开观测得到的收益信息时，将控制权转移给债权人是最优的，这样资本结构的选择也是控制权在不同证券持有人之间分配的选择，最优的负债比例是在该负债水平上导致公司破产时将控制权从股东转移到债权人。债权人和股东目标的不同是由于企业家既关心货币收益，又关心非货币收益，而外部投资者只关心货币收益。最优资本结构应保证在任何情况下，社会总收益最大化，而不是某一部分投资者的收益最大化。在 Aghion-Bolton 模型中，剩余控制权的分配是基础，而不完全契约又是剩余控制权分配的前提。

## 2.4 国内外研究现状综述

### 2.4.1 国外研究评述

国外对公司融资及资本结构问题的研究开始于二十世纪五六十年代，著名经济学家、诺贝尔经济学奖得主莫迪格利安尼与米勒研究了完全竞争市场和信息对称情况下公司财务结构与公司价值的关系后于 1958 年在《美国经济评论》上发表的《资本成本、公司财务与投资管理》一文中，提出了著名的资本结构无关论。他们指出，在完善的资本市场中，如果不存在税收、破产成本及代理成本的影响，公司的价值将与其资本结构无关。MM 理论提出后，许多学者进行了大量的理论和实证研究，使现代资本结构理论更加接近现实的经济条件。修正 MM 理论将公司所得税引入资本结构理论中，该理论认为，负债会因利息是免税支出而增加企业价值，债权融资成本将低于股权融资成本，因此负债越大，公司价值越大。其后，权衡理论把破产成本引入资本结构理论中，该理论认为，随着负债增加而带来的破产成本会降低企业的市场价值，因此，最佳资本结构应当是在免税利益和债务上升带来的破产成本之间的选择最佳点。Jensen 和 Meckling (1976) 研究了代理理论和资本结构的关系，该理论是从经营者与投资者之间的利益冲突方面来考察了代理成本对资本结构的决定作用。Ross

(1977) 首先把信息不对称理论引入资本结构中, 该理论认为, 在信息不对称的情况下, 企业价值会随负债比率上升而增加。Myers 和 Majluf (1984) 进一步考察发现, 在为新项目融资时, 企业一般会遵循内部资源、债务、发行新股的顺序。国外不少学者对企业资本结构的影响因素进行了实证研究, 如 Baxmr 和 Cragg (1970)、Taub (1975)、Taggart (1977)、Marsh (1982)、Kane 和 McDonald (1984)、Titman 和 Wessels (1988)、Rajan 和 Zingalas (1995)、Albertode Miguel 和 Juliopindado (2001) 等。其中以 Titman 和 Wessels、Rajan 及 Zingalas、Albertode MiRuel 和 Juliopindado 为典型代表。Titman 和 Wessels (1988) 从美国劳工部统计局收集了从 1974—1982 年 469 家企业的数据, 经过因素分析法的检验, 他们得出结论: 独特性因素有很大的负的参数估计值, 表明具有相对较大的研发费和高销售成本的企业, 其雇员有较低的退出率, 因此倾向于保持低负债率; 企业规模参数估计表明短期负债率和企业规模负相关, 这可能反映出当进行长期融资时小企业会比大企业付出更多的交易成本, 虽然交易成本在资本结构的其他影响因素中通常被假设为相对影响较小, 但交易成本在此却表现出其重要性; 盈利能力参数估计表明因经营利润的增加而提高的股票市场价值不可能完全被企业增加的借贷所抵销。这为交易成本的重要性提供了另外的证据, 而且与 Myers (1977) 的择优理论相一致。Rajan 和 Zingalas (1995) 通过对西方七国 (G-7) 数据的分析, 提供了 G-7 的证据, 显示了不同国家间的公司特征因素决定公司的资本结构, 且能被不同的机构特征所解释, 试图提供关于资本结构决定因素更详尽的实证证据。Albertode Miguel 和 Juliopindado (2001) 对 1990—1997 年间西班牙的 133 家非金融公司作了研究, 提供了公司特征和机构特征如何影响资本结构的实证证据。

#### 2.4.2 国内研究现状

国内学术界关于资本结构研究的文章也很多, 主要集中在两方面的问题: 一是以 MM 理论为基础的资本结构主流理论, 着重研究资本结构与企业价值的关系; 二是以 MM 理论为基础的资本结构决定因素学派, 着重研究资本结构的影响因素。比如陈小悦与李晨 (1998) 选取了 1993 年 3 月 21 日以前在沪市上市 A 股进行分析, 并选择了 1993 年 7 月至 1994 年 3 月作为分析时间段。通过计算各参量间的相关系数以及进行多元线性回归后, 他们得出结论: 上海股市收益与负债/权益比率、公司规模负相关, 与 BETA 正相关。卢纯和程杞国 (1998) 选取了深沪 230 家上市公司数据为对象, 收集其 1997 年 3 月到 1997 年 11 月的数据, 以企业市场价值在  $t$  时刻偏离其内在价值的程度 (以  $t$  时刻股票的市场价值与其某时间段的均值之比来表示) 作为被解释变量, 以  $t-1$  时刻的负债-权益比

率作为解释变量，对这两个变量作回归分析。得出企业的资本结构与企业的市场价值负相关的结论，认为企业的负债-权益比率越大，企业的市场价值越小。王娟和杨凤林（1998）以沪市 461 家上市公司作为样本，对其在 1997 年 12 月 31 日的资本结构状况做了实证分析，他们以净资产作为公司规模衡量指标，以净资产收益率作为公司盈利能力变量，以负债比率来衡量公司资本结构，得出两项有价值的结论：①净资产规模越大，资产负债率越高；②随着负债比率的提高，上市公司的净资产收益率增加，这说明上市公司的盈利能力随着负债比率的提高而呈现上升趋势，同时说明融资的杠杆效应是正向的。刘星教授（2000）采用逐步回归分析和综合因子分析的方法，分析了 80 家于 1993 年底前上市的公司于 1993 年至 1997 年的数据，认为影响上市公司制订负债融资策略的主要因素及其重要性排序为：公司利润因素、销售周转因素、营运资金因素和资本投资因素<sup>[1]</sup>。陆正飞和辛宇（1998）就沪市 1996 年上市公司（含 A 股和 B 股）按不同行业分组，计算其资本结构的有关统计指标并进行比较，以分析行业因素对资本结构的影响，然后，对机械及运输设备业进行多元回归分析。得出以下结论：①不同行业的资本结构有着明显的差异，对资本结构的影响因素进行实证研究时，应该尽量控制行业因素；②就 1996 年沪市机械及运输设备业上市公司来说（下同），获利能力对资本结构有着显著影响（负相关）；③规模、资产担保价值、成长性等对资本结构的影响不甚显著；④获利能力、规模、成长性等四个因素对长期负债比率的影响均不甚显著<sup>[2]</sup>。洪锡熙和沈艺峰（2000）对 1995.1997 年在上海证券交易所上市的 221 家工业类公司进行 CHI-SQUARE 检验，他们获得结论：盈利能力、企业规模对企业资本结构有显著影响；公司权益和成长性这两个因素都不影响企业资本结构；行业因素不因企业资本结构的不同而呈现差异<sup>[3]</sup>。

国内关于资本结构的研究还包括破产成本、最优资本结构、资本成本的定量分析、我国上市公司为什么偏好股权融资等方面的内容。比如陈晓和单鑫（1999）采用“加权平均资本成本”方法，用负债-总资产市值之比作为财务杠杆的度量，用股票月平均价格与同期总股本数乘积的算术平均值作为权益资本的市场价值，用负债的帐面价值作为负债的市值，用预期税后收益与总资产之比来代表加权平均资本成本，用公司的税后利润除以权益资本市值计算权益资本成本。通过上海、深圳两市 185 家公司的横截面数据对权益资本成本进行回归分析，随后用 81 家公司的数据对加权平均资本成本进行分析，最后得出如下结论：①在我国，长期财务杠杆与上市公司加权平均资本成本和权益资本平均成本存在显著的负相关关系，但短期财务杠杆则对资本成本没有显著影响；②企

业的规模与资本成本呈正相关关系；③总体而言，行业因素对资本成本无显著影响<sup>[4]</sup>。沈艺峰和田静（1999）采用莫迪格利安尼和米勒的“平均资本成本”方法，对 30 家主营百货的上市公司在 1995-1997 年间的数据进行回归分析，得出我国上市公司平均资本成本呈下降趋势，其权益资本成本明显高于其债务资本成本的结论<sup>[5]</sup>。

整体而言，国内绝大部分研究者都是借鉴西方资本结构的理论来研究我国企业资本结构的，部分学者在对资本结构进行定量分析时，由于算法的理论前提存在一些与现实不完全一致的假设，也由于中国的资本市场发展历史较短且有其特殊性以及市场效率问题、样本公司家数不够多、时间序列不够长等原因，其结论的应用范围受到了一定的限制，甚至不同学者对同一问题的研究出现了截然相反的结论，这些尚需通过其他方法和数据来进行进一步的研究，并对其做出更令人信服的解释。

## 第3章 我国上市公司资本结构与融资策略的关系分析

我国的证券市场自二十世纪九十年代初成立以来，短短的十余年间，得到了巨大发展，上市公司家数从1991年底的14家发展到2002年底的1200多家，沪深股市股票市值占GDP的比例也从1991年的0.5%上升到2002年的50%多。全国各省、直辖市、自治区都有上市公司，上市公司从属于工业、商业、金融、房地产、公用事业等各行各业。证券市场经过十余年的时间，得到了迅速的发展，但中国的证券市场在其发展过程中，有其自己的特点，由于制度的、非制度的原因，证券市场存在一些问题，相应地，上市公司在融资策略选择、资本结构、治理结构等方面也有其特有的特征。

### 3.1 证券市场及公司上市的背景分析

#### 3.1.1 背景介绍

证券市场在发展之初，仅仅是作为一种尝试，在当时，不管是管理层还是上市公司以及投资者，都把它看作一种试点，如果效果不好，就把它关门大吉。但没想到的是，这么一试点竟试出了我国证券市场的蓬勃发展。

在证券市场发展的十余年来的绝大部分时间里，证券市场的定位就是要为国企改革、国企解困服务。于是许多大型的国企就成为上市的重点扶持对象，甚至在1997年至1999年间，管理层把企业是否是全国512户重点企业或全国120户重点企业集团作为企业能否被批准上市的重要指标之一。

把为国企改革、国企解困作为证券市场发展的目标本身偏离了证券市场有效配置资源的正确功能定位，于是我国的证券市场经过若干年的发展后必然会暴露出许多问题。管理层简单地以为让国有企业上市，筹集大量资金，国企就可以解困，可以走上发展之路。但事实并非如此，许多大型国企上市了，也初步按股份公司运作了，但由于大股东缺位、内部人控制等原因，原国企并没有真正建立起现代企业制度。监事会不能对董事会、经理层进行有效的监督，大股东的代理人并不能真正代表大股东，公司经营好坏对代理人没有太多影响，也缺乏对代理人有效的激励与监督机制，最终企业虽表面上改制了，但效率没有真正提高，让国企上市筹资，仅仅是减缓了其衰亡的时间，并不能改变国企经营状况，于是许多国企上市后进入了“一年绩优，二年绩平，三年绩差”的怪圈。

当然，也存在像长虹、海尔之类的上市公司，通过改制上市，真正建立了

现代企业制度，按现代企业制度的要求来运行，真正地进行了改革、提升了效率，从而成为国企改革楷模，甚至为振兴民族工业做出了巨大的贡献。

在1993年4月3日以前，管理部门批准了大量的定向募集股份公司，一般是由原国企改制而来，国有资产界定为国家股或国有法人股，占控股地位，再吸收几个法人股东，然后向职工定向募集内部职工股，职工股的比例不高于20%，上市时，再向社会公开发行一部分股份，由定向募集转为社会募集。1993年4月3日至1994年6月，管理部门又批准了一些定向募集股份公司，但职工股的比例由20%下调到2.5%，1994年6月以后管理部门不再批准设立定向募集股份公司，只批准设立以发起设立方式设立的股份公司。

1997年以前，各省、市、自治区以及包括计生委、妇联在内的国家各部委均有上市额度或上市指标，公司可以公开发行股票后上市，也可以由定向募集公司的内部职工股占全部或部分额度上市。这些内部职工股就是所谓的原始股，在市场好的时候，一元钱的原始股上市就涨到二、三十元/股，为很多人提供了暴利的机会，也滋生了许多腐败现象。

1997年之后，上市额度、上市指标得到一定的控制，计生委、妇联等无具体产业的部委不再拥有指标、额度，于是曾经有过的买指标、买额度上市的奇怪现象基本上得到了控制，内部职工股也不再允许直接占额度上市，而是必须在三年后可以上市。

1998年8月之前，有许多国有企业采取公开募集方式设立股份公司，即以股份公司（筹）的名义公开发行股票，公开募集到位后，召开创立大会成立股份公司，然后申请将公开发行的股票在上海或深圳证券交易所挂牌交易。1998年8月以后，不再允许以股份公司（筹）的方式发行股票上市，也就是不再允许以社会募集方式设立股份公司，所有拟上市公司必须先以发起设立方式设立股份公司，经券商辅导，改制运行一年后经验收合格方可以申请公开发行股票并上市。

2001年之后，上市指标不再分到各省、市、自治区、部委，而是改为券商“通道制”，有通道的券商才有资格推荐企业公开发行股票并上市。券商要承担更多的责任，管理部门会对各券商承担的项目进行考核评分，作为增减其通道数的依据，券商协助企业弄虚作假、包装上市的现象得到较好的改善。

公司上市过程中的政策经过了不断发展变化，逐渐完善。虽然我们的证券市场、我们的上市公司存在这样那样的一些问题，但这么些年来，我们的管理部门也在不断想办法完善公司上市制度、改进对上市公司的监管。比如针对上市公司与母公司存在一套人马、两块牌子的情况，管理部门要求其人、财、物

分离，再比如针对上市公司治理结构不完善的现象，管理部门要求上市公司实行独立董事制度等等。

### 3.1.2 国企为什么偏好上市

这么多年来，企业争取上市犹如千军万马过独木桥，条件好一点的企业都千方百计想上市，目前通过证监会发审会等待发行的拟上市公司就有约 100 家，而处于改制辅导阶段想上市的公司高达 1000 多家。这与西方成熟的资本市场有很大的不同，大家都夸大了上市的好处，低估甚至是忽略了上市带来的负面作用。一般来讲，企业努力追求上市，主要认为有以下一些优点：①筹集资金，降低负债比率，改善资产负债情况，由于股息是非硬性的，很多人就错误地认为发股票筹集资金是没有成本的，是白拿的；②提高企业的知名度，利于业务拓展，例如像长虹、海尔等生产消费类产品的企业，挂牌交易后，相当于免费做了大量的广告；③提高公司信誉度，易于被银行等债权人接受，负债融资时更容易被债权人认可，且可能由于信誉好而降低负债融资的成本；④由于以前内部职工股可以占额度上市等制度上的原因，国企改革上市可以为职工尤其是高管人员谋福利，这也是以前许多企业领导盲目热衷于跑上市的重要原因之一。当然，企业上市还可能有诸如建立现代企业制度后股份制企业规范运作、提高公司运行效率、管理层因上市而专业化、信息披露使公司增加透明度和公信力、可能获得的税收减免以及外资企业待遇、方便股东股票转让提高股权流动性等等优点，而地方政府为了提高当地的知名度或者地方政府领导作为自己的政绩而积极要求当地有条件的企业上市也是许多企业热衷于上市的原因之一。

上市有许多好处这不容置疑，但许多企业在上市过程中低估或者根本看不到上市的负面作用，包括摊薄原股东的收益、如果新投资的项目效益不好或资金闲置而影响上市后的效益、时间和金钱的支出包括上市之后的持续支出、管理层的灵活性受到限制、董事责任提高、“内幕交易”的危险及持续责任、信息披露的要求较高、须遵守上市地的法律和规则而增加责任、因股价波动而对上市公司产生较大压力等等。

正因为人们都夸大了上市的优点、忽略了上市的负面影响，企业都蜂拥而上，拼死拼命地想上市，这也导致了我国上市公司在融资策略选择、资本结构、治理结构等方面有一些中国特有的特征。

### 3.1.3 上市过程中财务、股本结构处置

一直以来，我国的国有企业承担了太多的社会职责，政企不分、企业办社会，企业背负着沉重的包袱，许多国有企业除了生产经营性资产外，还有自己的职工医院、中小学以及技工学校、食堂、公安局、电视台等承担社会职能的

非经营性资产。国有企业进行股份制改制的必要性是为了建立与现代企业制度相适应的财产组织形式和内部管理模式，通过股份制改制，进一步理顺和确定企业与政府之间的关系，在明确投资主体的基础上，使出资者与企业法人之间的权责利关系得以进一步明确和落实；通过股份制改制，调整充实企业资本结构，实现投资主体多元化，改变企业资本结构单一、产权高度集中的格局；通过股份制改制，根据权力机构、决策机构、执行机构和监督机构相互独立、相互制约的原则，建立由股东大会、董事会、监事会和经理层组成的企业法人治理结构；通过股份制改制，建立并完善以劳动人事制度、财务会计制度和利润分配制度为主体的企业内部管理制度；通过股份制改制，可充分实现资源配置，增强优势国有的经济实力，提高企业效率，促进企业发展，推动地方经济繁荣，并实现国有资产在运动中保值、增值。

就具体操作而言，国有企业改制上市过程中，重组进入股份公司的必须是生产经营性资产。如果是部分上市，医院、学校、食堂等非经营性资产留在集团公司，根据有偿的原则，按市场标准为上市公司提供服务。如果是整体上市，必须将非经营性资产进行剥离，由地方政府承担。但由于历史渊源以及母公司与地方政府不一定有能力承担，上市公司与剥离部分总是存在剪不断、理还乱的复杂关系。这也造成许多企业改制上市之后，表面上与母公司分开了，实质上是一套人马两块牌子。于是管理部门尽了很大的努力来规范上市公司与母公司的行为，要求人、财、物必须分开，上市公司与母公司是不同的法人主体，双方只应该是股权上的关系，关联交易必须按照市场行为公开公平公正地处理，不允许有黑箱操作。经过这些年的努力，这种现象得到了很大的改善。总而言之，国企改革上市中，一般会遵循避免上市公司与母公司同业竞争、尽可能减少关联交易、股份公司主营业务突出且产供销体系独立完整、切实减轻企业办社会负担而提高股份公司盈利水平、母公司存续部分应具有一定的盈利能力且保证存续主体独立生存与发展、募集资金投向应满足生产经营需要并符合企业发展规划等等原则。

由于管理部门要求拟发行主体资产负债率不超过 70%，因而国企改革上市中，在剥离非经营性资产的同时，会剥离大量的债务，以达到资产负债率方面的要求，这就自然会形成上市公司整体负债率大大低于国有企业负债率的特征。而国有企业改制上市后国有股占控股地位，大多数甚至是占绝对控股地位，那么上市公司组织结构中不可避免的就会形成以原企业人员为主的人事安排。国

有企业有党委会、职代会、工会，人称“老三会”，党委书记与厂长是企业的两个重量级人物，除了一肩挑的情况之外，党委书记与厂长一般会发生相互制约或权力相争的情况。改制之后，股份公司有股东大会、董事会、监事会，人称“新三会”，股东大会由全体股东组成，董事会常常由党委会演变而来，党委书记可能会任董事长，厂长可能会任总经理、工会主席可能会任监事会主席，监事会中也会有一定数额的职工代表。由于改制之后的股份公司的人事安排仍然会受到地方政府的约束，并不能真正按《公司法》、按现代企业制度运行，于是必然会出现代理人并不能真正行使大股东的权利、控股股东缺位、内部人控制等等情况，也由于工会主席会服从于党委书记或厂长，那么监事会缺乏独立性、不能真正行使监督的职责也就成为必然。

正是由于我国证券市场的发展背景以及公司改制上市中的一些特殊情况，我国以国有企业改制上市为主体的证券市场必然有其特殊性，我国上市公司在融资策略选择、资本结构、治理结构等方面也会有自己的特征。

## 3.2 上市公司资本结构的特征与融资策略选择分析

从我国企业的融资方式选择的总体状况来看，自 20 世纪 70 年代末期改革以来，我国企业的融资方式基本上是非常单一的，要么是企业的内源融资，即依靠自有资金的积累，要么就是依靠来自于国有商业银行的贷款等债务融资。长期以来，由于在传统体制之下，国家财政、国有商业银行与国有企业之间基本上属于“三位一体”的关系，绝大多数国有企业的融资基本上是依赖财政拨款和银行的指令性、政策性贷款。由于银行的贷款利率是由国家统一制定，一般不会随企业财务杠杆的提高而提高，这就意味着对国有企业而言，债务融资实际上不用支付额外的代理成本，导致国有企业的债务融资成本很低甚至为负利率，从而形成了国有企业长期以来较为单一的融资结构和信贷约束。

上市公司大部分是由国有企业进行股份制改制而成的，整体而言，上市公司代表着我国最优秀和比较优秀的企业，但是上市公司的融资策略选择以及资本结构却与国有企业有着明显的不同。

### 3.2.1 融资策略以外源融资为主且股权融资偏好明显

上市公司可以选择的融资策略很多，内源融资包括利润留存、折旧融资等，外源融资包括首次公开发行（IPO）、增发、配股、可转换债券、公司债券、银

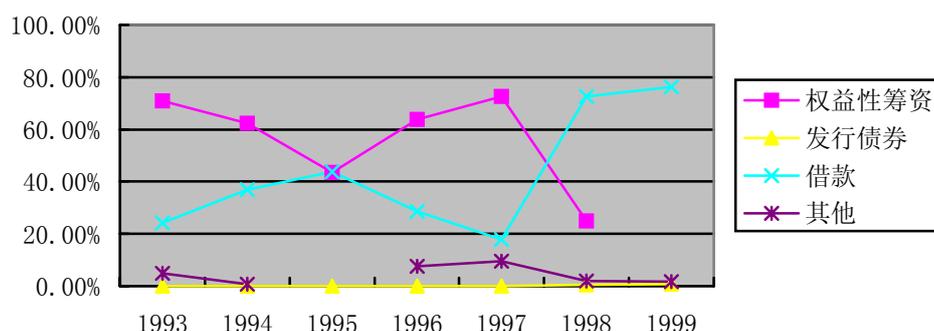
行贷款（包括长期、短期）等等，经研究我国上市公司在融资策略选择时明显地存在以外源融资为主、内源融资为辅、外源融资中股权融资偏好明显的特征。

表 3-1 上市公司融资行为统计

Table3-1 The statistical distribution of listed companies' financial conduct

年 份	1993 年	1994 年	1995 年	1996 年	1997 年	1998 年	1999 年
样本数	156	172	385	743	853	919	981
权益性筹资	70.82%	62.31%	43.53%	63.90%	72.55%	24.94%	21.16%
发行债券	0%	0%	0%	0%	0%	0.46%	0.84%
借款	24.27%	36.93%	43.82%	28.54%	17.81%	72.66%	76.35%
其他	4.91%	0.76%		7.56%	9.64%	1.94%	1.65%

数据来源：《对我国上市公司资本结构与融资行为的分析》 饶育蕾



数据来源：《上证统计年报》，2001年。

图 3-1 上市公司融资行为统计

Fig 3-1 The statistical distribution of listed companies' financial conduct

从表 3-1 中我们可以看出，1993.1997 年期间，权益性融资的比例一直维持在较高的水平，特别是 1997 年出现 73% 的高权益融资的现象，1998-1999 两年出现的高负债融资现象完全是受国家于 1997 年出台的限制配股行为的相关政策的影响。同时，统计表明，在 1993.1997 年间没有一家上市公司发行过公司债券，与之鲜明对比的是各上市公司配股之风却愈演愈烈。其实，上市公司本身在获取借款上比其他中小企业容易得多，而且，1996 年至今国家已连续多次降息，在融资环境绝对有利于负债融资的条件下，上市公司却仍然更倾向于权益性融资。另外有数据表明，尽管上市公司权益融资的增长率和长期负债融资的增长率相差不大，但两种方式的融资额相差却十分巨大。

表 3-2 1999 年度上市公司（沪市）长期资金来源及其比重  
Table3-2 The statistical distribution of the source and ratio of long-term capital of the listed companies in 1999 (Shanghai market)

	形 式	金额（亿元）	比重（%）
利润留存	未分配利润、送股、盈余公积金、公益金	177.60	41.2
长期负债	长期借款、未偿付债券、长期应付款	26.70	6.2
股权融资	配股、增发新股	227.20	52.6
其中：	配股	190.86	44.2
	增发新股	36.33	8.4
长期资金增加额		431.50	100.0

资料来源：转引自《证券市场导报》

从表 3-2 可以看出，上市公司内部筹资比例小，而外部筹资的比重占绝对优势，其中，长期负债融资仅占长期资金来源的 6.2%，并且主要来自于长期借款和应付款，当年没有一家公司发行公司债券；而股权融资是上市公司最主要的长期资金来源，其比重高达 52.6%。在股权融资中存在较显著的“配股偏好”现象，配股在股权融资中占 84%。

表 3-3 上市公司的内源融资与外源融资结构

Table3-3 Listed companies' internal and external financial structure

年 份	未分配利润大于 0 的上市公司			未分配利润小于 0 的上市公司		
	内源融资	外源融资		内源融资	外源融资	
		股权融资	债务融资		股权融资	债务融资
1998	12.40	51.48	36.13	9.50	48.78	41.73
1999	14.75	49.40	35.85	3.23	39.38	57.40
2000	15.43	52.23	32.35	-3.28	47.05	56.23
2001	13.73	46.18	40.10	-10.55	50.63	59.93
2002	14.23	51.15	34.63	-15.83	55.33	60.50
2003	19.19	53.23	27.59	---	---	---

资料来源：国信证券有限责任公司李翔等《上市公司融资结构与融资成本的实证研究》

说明：① 表中的“内源融资”按“未分配利润”与“折旧”之和计算；“股权融资”按“股本”与“资本公积金”计算；“债务融资”按“长期借款”及“其他”合计计算。“其他”包括“应收帐款”等内容。

② “---”表示相关计算结果暂缺（下同）。

表 3-4 上市公司的股权融资和债务融资结构 (%)

Table 3-4 Listed companies' financial structure of stock rights financing and liabilities financing

年份	未分配利润大于 0 的上市公司		未分配利润小于 0 的上市公司	
	股权融资	债务融资	股权融资	债务融资
1998	58.76	41.24	53.89	46.11
1990	57.95	42.05	40.69	59.31
2000	61.75	38.25	45.56	54.44
2001	53.52	46.48	45.79	54.21
2002	59.63	40.37	47.77	52.23
2003	65.86	34.14	---	---

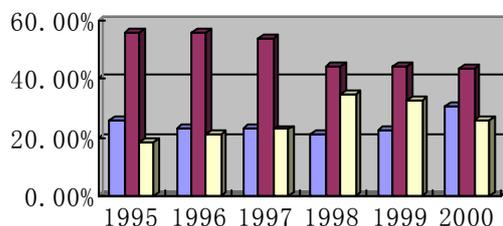
资料来源：国信证券有限责任公司李翔等《上市公司融资结构与融资成本的实证研究》

表 3-5 上市公司的债务融资结构

Table 3-5 Listed companies' liabilities financial structure

年 份	未分配利润大于 0 的上市公司			未分配利润小于 0 的上市公司		
	长期借款	短期借款	其他	长期借款	短期借款	其 他
1998	25.62	55.96	18.42	20.00	59.34	20.67
1999	22.89	55.90	21.21	11.93	66.22	21.85
2000	23.26	53.89	22.85	13.21	62.21	24.58
2001	20.84	44.59	34.57	14.46	57.51	28.03
2002	22.75	44.33	32.92	14.73	56.91	28.36
2003	30.50	43.46	26.04	---	---	---

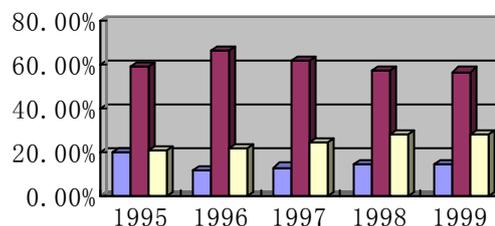
未分配利润大于0的上市公司



■ 长期借款 ■ 短期借款 ■ 其他

资料来源：国信证券有限责任公司李翔等《上市公司融资结构与融资成本的实证研究》  
Fig3-2a Listed companies with distributable profit

未分配利润小于0的上市公司



■ 长期借款 ■ 短期借款 ■ 其他

Fig3-2b Listed companies with no distributable profit

从表 3-3 中我们可以很明显地看出，外源融资与内源融资相比占绝对优势。表 3-4 反映出未分配利润大于 0 的上市公司股权融资明显大于债务融资，未分配利润小于 0 的上市公司股权融资略低于债务融资，而结合表 3-5 分析，由于债务融资包括长期借款，短期借款及其他，但其他项中的很多内容严格意义上讲并不属于债务融资的范畴，剔除这一因素，即使是未分配利润小于 0 的上市公司，股权融资也是大于长期借款与短期借款之和的。表 3-5 还告诉我们，1998 至 2003 年未分配利润大于 0 的上市公司长期借款比例平均为 24.31%，但短期借款比例平均近 50%；未分配利润为负的上市公司长期借款比例平均不到 15%，但短期借款比例平均超过了 60%。这说明上市公司在进行负债融资的策略选择时，显然是更加倾向于短期负债融资，或者说是表现出更加强烈的短期负债融资偏好。

综合表 3-1 至表 3-5 分析并经必要的计算，我们可以得出如下小结：我国上市公司在融资策略选择时融资顺序是股权融资、短期负债、内源融资、长期负债，这与发达国家上市公司主要依赖内源融资的融资顺序（C.Mayer,1994）有着截然不同的不同。

### 3.2.2 股权融资偏好的原因分析

#### ①资本成本

资本成本是公司融资行为的最根本决定因素，作为两种不同性质的融资方式，债务融资的主要成本是必须在预定的期限内支付利息，而且到期必须偿还本金；而股权融资的主要成本则是目前的股息支付和投资者预期的未来股息增长。

从我国实际情况来看，由于证券市场的过小规模与投资者巨大需求间存在反差，以及非流通股的大量存在，证券市场市盈率和股价长时间维持在较高水平，而与之相比的公司派息水平则显得微不足道，因此投资者也偏好以股本扩张进行分配的公司<sup>[12]</sup>。

可见，与债务融资必须还本付息的“硬约束”相比，股权融资具有“软约束”的特点，其资本成本实际上只是一种机会成本，并不具有强制性的约束力。因此上市公司管理层自然将股权融资作为一种长期的无需还本付息的低成本资金来源。这是上市公司偏好股权融资的根本原因。

#### ②股票发行价格高、市场分割

由于供求关系畸形，在我国的证券市场，不管首次公开发行（IPO），还是配股、增发，上市公司通常能以远远高出每股净资产的价格卖出股票，平均市盈率在十几倍以上，大大高出西方成熟资本市场的水平。在这样的情况下，上市公司当然愿意股权融资，把本来值不了那么高价格的东西卖出去。同时由于

历史原因,目前我国证券市场存在市场分割的现象,大量的国家股等非流通股不能在二级市场转让而只能通过场外买卖双方协议转让。由于流动性差,非流通股价格远远低于流通股,但同股同权,非流通股与流通股享有相同的表决权、分配权等权利,于是,由于国家股等非流通股占控股地位,控股股东在上市公司融资策略选择时,当然愿意选择股权融资,高价发行股票筹集资金。

### ③大股东缺位、内部人控制

我国上市公司大多由国有企业进行股份制改造而来,改制后的上市公司高管人员一般仍由原国企领导担任,国家股大股东与高管人员就成为一种委托代理关系,国家股大股东是委托人,高管人员是代理人。目前,由于我国的各项法律和法规还不健全,在资本市场不成熟的条件下,市场和大股东对代理人的监督效率较低,上市公司在事实上存在严重的“大股东缺位”、“内部人控制”的现象。“内部人控制”是指内部人(企业高管人员)不仅掌握了企业资产使用的剩余控制权,即法律和合同未作规定的企业资产使用控制权(Grossman,Hart,1986;Hart,1998),而且掌握了企业资产使用的剩余索取权(Milgrom,Robat,1992)。“内部人控制的根本原因在于不确定性所导致的合同的不完全性(Hart,1998)”。与银行贷款或发行债券的还本付息的“硬约束”相比,股权融资并不能对上市公司管理层构成强有力的治理约束,于是内部人显然愿意通过股权融资而不是银行借款或发行债券来募集资金。这也符合委托代理理论,内部人希望控制更多没有硬约束的资金,从而可以更好地满足在职消费的需要,甚至发生寻租、逆向选择、道德风险的行为。因此,内部人控制的上市公司当然会偏好于股权融资。

### ④负债融资的避税效应不强

Miller(1997)证明公司的杠杆收益G为:

$$G = 1 - \frac{(1 - T_c)(1 - T_s)}{1 - T_b} \quad \text{式(3-1)}$$

其中, $T_c$ 是公司所得税率; $T_s$ 是个人持有股份资本利得或红利的所得税率; $T_b$ 是个人债券利息收入的所得税率。

目前,我国不征收资本利得税,而个人红利和利息收入的所得税率皆为20%,正常的公司所得税率是33%,所以,我国上市公司资本利得的杠杆收益率为16.25%,而股息分红的杠杆收益率是33%。然而,许多上市公司可申请并能得到15%甚至更低的优惠税率,如果所得税税率按15%计算,则资本利得、股息分红的杠杆收益率分别为-6.25%和15%。如果公司把所有利润当作留存收益的话,负债给公司带来的避税效应(杠杆收益)是负数。这可能也是中国上市公

司偏好股权融资的原因之一。

### 3.2.3 上市公司融资结构特征

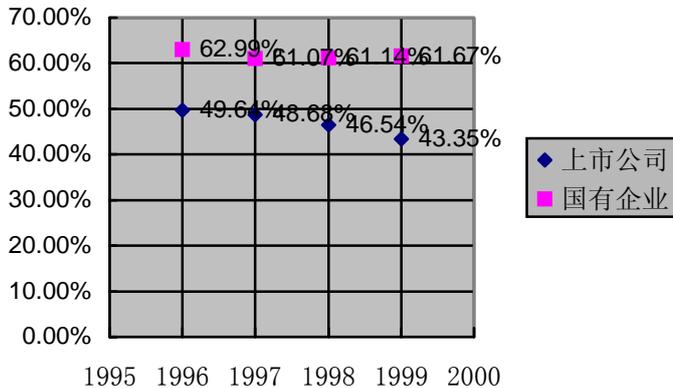
#### ① 资产负债率相对较低

表 3-6 上市公司与国有企业资产负债率比较

Table3-6 Ratio of assets and liabilities comparison between listed companies and national corporations

	2000	2001	2002	2003
上市公司	49.64%	48.69%	46.54%	43.35%
国有企业	62.99%	61.07%	61.14%	61.67%

资料来源：国有企业数据来自《中国人民银行统计季报》；上市公司数据通过 2002、2003 年上市公司财务报告数据计算而得。



资料来源：国有企业数据来自《中国人民银行统计季报》

图 3-3 上市公司与国有企业资产负债率比较

Fig3-3 Ratio of assets and liabilities comparison between listed companies and national corporations

从表 3-6 可以看到，上市公司的资产负债率历年均低于国有企业水平，2003 年底，上市公司的资产负债率为 43.35%，相比之下，国有企业平均的资产负债率为 61.67%，而国家统计局对 14923 家国有大中型工业企业的调查结果显示，2000 年底国有企业的帐面平均负债率为 65%，其中有 6054 家公司的负债率高于 80%。

显然，与国企的单一化的融资方式、过度负债以及所面对的还款付息压力等问题不同，公司经过股份制改组并获得上市资格后，可以通过发行新股和后续的配股、增发获得大量资本金，从而直接降低资产负债比率。在 2000 年，我

国证券市场筹资额取得了历史性突破, 据统计, 2000 年全年我国证券市场上通过首次公开发行 (IPO)、增发、配股募集的资金共约 1431 亿元, 较 1999 年增长近六成半, 证券市场自建立以来首次年度融资突破 1000 亿元大关。

由于中国证监会要求公司在上市前资产负债率不能高于 70%, 且上市公司有明显的股权融资偏好, 故我国上市公司总体而言资产负债率水平相对较低。然而, 目前过低的负债比率也反映出上市公司没有充分利用“财务杠杆”, 负债融资的避税效果不明显, 上市公司进一步举债的潜力很强。

### ②流动负债偏高、长期负债偏低

表 3-7 上市公司和国有企业债务结构比较 (单位: %)

Table3-7 Debts structure comparison between listed company and national corporation

比 重	项 目 时 间		国有企业平均	
	2002	2003	2002	2003
流动负债占总负债比重	77.38	78.89	65.92	66.72
长期负债占总资产比重	38.22	36.97	40.30	40.40

资料来源: 全国公司数据来自《中国人民银行统计季报》; 上市公司数据来自 2002、2003 年上市公司的财务报告。

负债结构是公司资本结构的另一重要方面, 表 3-7 对上市公司和全国 5000 家国有企业的负债结构进行了比较。从中可以发现, 上市公司流动负债占负债总额的比重高过 78% 以上, 约比全国企业高出 12 个百分点, 长期负债占负债总额的比重处于非常低的水平。因此, 虽然上市公司总的资产负债比率低于全国平均水平, 但其流动负债对总资产的比率已和全国企业平均水平较为接近。这主要是因为上市公司的净现金流量不足, 导致公司使用过量的短期债务。一般而言, 短期负债占总负债一半的水平较为合理, 偏高的流动负债水平将使上市公司在金融环境发生变化, 如利率上调、银根紧缩时, 资金周转出现困难, 从而增加上市公司的信用风险和流动性风险。

### ③融资结构的地域、行业特征

经研究, 较发达地区的上市公司往往具有较高的财务杠杆, 边穷地区刚好相反。内蒙古自治区上市公司的资产负债率最低, 为 31.1%; 而深圳和上海地区上市公司的资产负债率列前两名, 分别为 57.6% 和 52.6%。

上市公司的融资结构也具有行业特征, 金融、房地产公司资产负债率非常高; 造纸、印刷业等资金密集型行业的上市公司了具有比较高的财务杠杆; 一

些垄断经营的行业，如电力的生产和供给、煤气和水行业的上市公司，资产负债率水平较低，一个可能的原因是这些公司可以有效地对其服务征收较高价格，利润高且具有高现金流入，故往往负债较少。

### 3.2.4 股权结构复杂

我国上市公司股本结构较为复杂，既有 A 股、B 股、H 股，又有国家股、法人股、内部职工股、转配股等划分。A 股、B 股、H 股虽能够在证券市场上流通，但三种股票却因流通市场的不同而彼此处于分割状态。国家股、法人股、内部职工股和转配股不能在证券市场上自由流通转让。截止 2003 年 12 月底，我国共有境内上市公司（A、B 股）1287 家，境内上市外资股（B 股）111 家，H 股上市公司 75 家，其中同时发 A、B 股 87 家，同时发 A 股、H 股 29 家。表 3-8 列出了我国上市公司股本结构及其变动情况。

表 3-8 我国上市公司股权结构情况

Table3-8 The share hold rights structure of listed company in China

时 间 比 重 股 权	1992 年 12 月 31 日		2003 年 12 月 31 日	
	股份数额 (亿股)	比重 (%)	股份数额 (亿股)	比重 (%)
1、未流通股份	47.69	69.24	3838.68	65.33
(1) 国家股	28.50	41.38	2773.43	47.20
(2) 境内法人股	9.05	13.14	664.51	11.31
(3) 境外法人股	2.80	4.07	53.26	0.91
(4) 募集法人股	6.49	9.42	299.70	5.10
(5) 内部职工股	0.85	1.23	15.62	0.27
(6) 其他			10.85	0.18
2、流通股份	21.18	30.75	2036.77	34.67
(1) A 股	10.93	15.87	1509.08	25.68
(2) B 股	10.25	14.88	167.61	2.85
(3) H 股	0	0	360.08	6.13
3、股份总数	68.87	100.00	5875.46	100.00

资料来源：中国证监会网站（www.csrc.gov.cn）

从表 3-8 可以看出，我国上市公司股权结构的特征主要表现为以下几点：未流通股在公司总股本中的比重相当大。截止 2003 年底，深沪两市上市公

司总股本为 5875.46 亿股，流通股总额为 2036.77 亿股，仅占总股本的 34.67%。虽然未流通股在总股本中所占比重有下降趋势，从 1992 年的 69.24% 下降到 2003 年的 65.33%，但是仍维持在较高的比例，并一直处于绝对控股水平<sup>[13]</sup>。

国有股股权在公司总股本中占绝对优势。1992 年底国家股比重为 41.38%，2003 年底为 36.13%，平均每年下降不到 1%，但从单个股东而言，国家股仍然处于第一大股东地位。以 2003 年 12 月 31 日深沪两市全部 1287 家公司为有效样本进行统计，共有 741 家上市公司设有国家股，占样本总数的 62.76%，其中国家股所占的比例分布见表 3-9。

表 3-9 我国上市公司国家股股权所占比重分布  
Table3-9 The statistical distribution of listed company's  
state-owned share hold rights

	国家股在相应比例的公司数	占样本总数的比重 (%)
0-10%	43	7.95
10%-20%	387	7.03
20%-30%	71	13.12
30%-40%	83	15.34
40%-50%	78	14.42
50%-60%	95	17.56
60%-70%	75	13.86
70%-80%	52	9.61
80%-90%	6	1.11

资料来源：据《上海证券报》2003 年 12 月 31 日《上市公司股本结构一览表》计算整理

股权向国家股呈现高度集中性，国有股股东是大多数上市公司的唯一大股东。在 741 家设置国有股权的上市公司中，其平均持股占总股本的比例为 45% 左右。其中有 512 家国有股股东是唯一持股超过 5% 的大股东，占样本总数的 57.67%，有 683 家公司的国有股权处于绝对或相对控股地位，占全部设置国有股权上市公司的 87.43%。国家股持股主体以国有资产管理局、国有资产经营公司或上市公司的母公司（集团公司）为主。

法人股股权在我国上市公司中的比重相当高，由于我国国家股不能上市流通，国家股只能通过协议受让的方式转让给法人股东，同时在上市公司资源相对稀缺的情况下，许多企业通过购买国有股权“借壳上市”，导致法人股比重上升，一直维持较高水平。

## 第4章 我国上市公司治理结构与融资策略的关系分析

### 4.1 上市公司治理结构的特征分析

公司治理结构是现代公司的典型特征，上市公司由于出资人众多而且分散，因而难以像业主制和合伙制企业那样直接由出资人经营管理公司，而代之以公司治理结构，即为了保护公司法人资产能够有效运营，在组织管理和领导体制上做出的权利安排。在我国，上市公司采用“三会一总”、“四权分离”的企业组织结构。“三会一总”是指股东大会、董事会、监事会和以总经理为代表的经理阶层，“四权”是指公司所有权、决策权、经营权和监督权。通过这一结构，所有者将自己的资产托管给公司董事会，董事会作为公司的最高决策机构，拥有对高级管理人员的聘用、奖惩及解雇权，高级管理人员受雇于董事会，组成董事会领导下的执行机构，在其授权范围内经营，股东大会作为公司的最高权力机构，在选举产生董事会的同时，为了保证董事及经理人员按其意志合理经营，还选举产生监事会，负责监督公司的财务、经营、投资分配等。治理结构是现代企业制度的核心，其根源在于现代公司中的所有权与经营权的分离以及由此所派生出来的委托代理关系。

我国的上市公司绝大部分是由国企改制而来，由于我国的证券市场经历了一条不平凡的发展之路且有其特殊的发展背景，因而上市公司的治理结构也有其自身的问题及特征。

#### 4.1.1 股东大会的约束机理分析

我国企业进行股份制改造的前提是公有制占主体，在股权方面表现为国有股、法人股持股比例高，一般超过 50%，多的则达 80%以上。按照股份制原理，股权的高度集中有利于所有者控制从而保证其利益；问题是国有股本身存在代理问题，产权模糊，出资者代表不明确，仍然沿袭计划经济的控制方式；股权集中的结果强化了原有的政企不分，政府由企业外部直接进入企业内部，使得实为政府凭借股东身份指派的董事会成为一个凌驾于股东大会之上的权力机构。

#### 4.1.2 股权结构特征分析

股权结构是指公司股东的构成及分布情况，包括股东的类型以及各类股东持股所占的比例、股票的集中或分散、股东的稳定性、高层管理者的持股比例等。我国上市公司股权结构的不合理主要表现在两个方面：①国家股所占比重

过大。据资料显示，上市公司第一大股东是由国家持股的公司占全部公司总数的 65%，第一大股东为法人股的占公司总数的 31%，两者合计比例 96%。同时，机构投资者比重很小，流通股十分分散，2003 年末机构投资者开户数的比重仅为 0.36%，机构投资者所持股票市值仅占约 10%。②股权过度集中，上市公司处于第一大股东的超强控制状态。我国上市公司的股权集中度极高，但大股东之间持股比例相差悬殊，在一股一票和简单多数通过的原则下，由于第一大股东平均持股达到 50.81%，从而决定了第一大股东在公司的股东大会上对公司的重大决策及在选举董事上拥有绝对的控制权，相应地也就控制了公司的经营方向和公司的实际运营。这一点也被现实所证实，根据不久前一份中国上市公司治理的问卷调查显示，来自第一大股东的董事人员已达到董事会的 50%以上。因此，我国上市公司实际上处于大股东的超强控制状态。这种一股独大的股权结构，不仅与现代股份公司产权主体多元化相背离，而且使产权多元化的股东制衡机制被极大削弱<sup>[14]</sup>。

我国公司的股权结构与我国对资本市场的管制密切相关。我国上市公司的大部分股份由国家和法人持有，其中法人股是被国内机构持有的股份，这些机构包括股份公司、非银行金融机构及国有控股公司，非银行金融机构又包括证券公司、信托投资公司、财务公司、投资基金和保险公司等。由于不允许国家和法人持有的股票上市交易，也不允许银行持有上市公司的股票，从而使我国上市公司出现了特有的股权结构。

股权结构的不合理，缺乏多元股权制衡机制，导致公司无论从竞争力、灵活性、对股东的责任感以及公司的生命周期来看，均缺乏与国际企业竞争的實力。

#### 4.1.3 董事会独立性分析

董事会与管理层成员重合。一方面是董事长与总经理职位合二为一；另一方面则是经营管理层占据董事会的大多数席位，形成内部董事占优势的格局，于是管理层可以对自我表现进行评价。董事会由大股东操纵或由内部人控制，没有形成健全的独立的董事会以保证公司的正常运作。上海证券交易所 2000 年的一项调查表明，上市公司的董事会超过 50%的董事是由第一大股东委派，且有超过 50%的董事属于公司内部执行董事。非执行董事（包括独立董事）比例偏低，他们中的多数不如内部董事熟悉情况，决策时难以充分发表自己的意见。与此同时，由于法人股比例低，公众股东分散，债权银行介入公司运作制度没有普遍推行等原因，上市公司董事会缺乏内部相互制衡的机制。

集团内部的多层法人制度。集团公司越权干预公司的经营业务，甚至直接

任命公司的董事长或总经理，直接违背了《公司法》中公司治理结构成员的职责与权利。由于集团公司的干预，公司屡屡发生不利于公司利益的内幕交易和不正当的关联交易。截至 2001 年 4 月，通过对沪深两市 1073 家上市公司公布的 2000 年年报进行统计，可以发现 332 家公司的关联企业存在侵害上市公司权益的现象，占公布年报总数的 30.94%，这些被掠夺的上市公司很多成为 ST 或 PT 公司。

#### 4.1.4 经理层约束激励机制分析

在国有股占绝对优势的条件下，股东大会实际上成为国有股东会议或国有股控制下的股东扩大会议，董事会成员、总经理的聘任都是由国有股东或原主管部门指定，很多情况下董事长兼任总经理。这时，首先是身兼二任者不可能自我监督，反过来倒是总经理决定董事会人选。其次，总经理不由董事会任命便扭曲了董事会与总经理之间的雇佣关系，总经理不再对董事会负责而直接对政府大股东负责。这就架空了董事会和股东大会两个法定机构的权力。而国有大股东不是人格化的股东，代表国有股的部门或机构因为代理问题的存在，其中的官员一般权责不对称，潜在的“寻租”动机明显，他们与经理人员合谋或被贿赂较容易，这决定他们不可能尽心尽力地去对董事会实行监督。这样，董事会的受托职能削弱，压力减少，责任心也不强。即使董事长不兼任而只聘任总经理，也不可能完全依据管理才能而主要以与自己私人关系的亲密程度为标准选任总经理。总经理在接受董事会的委托后，由于未受到股东和董事会的有效监督，个人前途与公司经营状况联系不强，其经营积极性也就不高。在决定部门经理人员时，编织个人关系网络，许多有经营才能的人被排除在该网络之外。现实中，整个公司治理结构笼罩着任人唯亲的阴影，来自所有权的约束看不到了，而经营者的权力逐渐膨胀起来，转轨中的“内部人控制”问题突出，所有者利益被渐渐蚕食，造成国有资产严重流失。此外，“董事会不懂事”也不少见，不利于国有资产的统一有序运营和管理。

#### 4.1.5 监事会运行效能分析

现代公司中，监事应由股东大会选举，但国有股占绝对优势时，监事实际上由国有股东指定。这样，董事会成员与监事会成员都成了国有股东指定的人员，说到底都是代表国有股的部门或机构领导人的亲信，甚至亲信之亲信。让亲信监督亲信，无异于同流合污，效率标准必然被搁置一边，监事会徒有虚名。况且，董事和经理人员之所以能成为董事和经理人员，不仅说明他们的后台和靠山，更说明他们在上司心目中的地位和发言权，监事会成员的组成可能就是他们的意志体现，结果是董事会或经理人员控制着监事会。现实中，公司的董

事会和高级经理人员还受到党委的“保证、监督”，受到职工的民主管理，纪律检查部门、行政监察和审计部门等多重监督，但在这多重监督中，只有监事会的监督贯彻起来最为困难。因为只有它没有主管部门的撑腰，而是完全依据《公司法》和《公司章程》赋予的权力行使职能，底气远远不足。

#### 4.1.6 “内部人控制”现象分析

对内部人控制程度可以从两个方面考察：即董事长和总经理两职合一的情况和董事会构成情况。①对董事长和总经理两职合一的问题。通过有关实证分析表明，在 188 个样本公司中，两职完全合一的公司有 77 家，占样本的 40.4%；部分合一的有 99 家，占样本的 52.7%；完全分离的有 12 家，占样本的 6.9%。在两职完全分离的公司中，国家股比例最低，仅占 14.2%，而两职完全合一的公司中，国家股比例相对较高。董事长与总经理两职合一，本身意味着总经理自己监督自己，从而使董事会的独立性和监督职能丧失<sup>[15]</sup>。②关于董事会的构成状况。通过有关实证分析了解，发现在 406 家样本公司中，平均每家公司拥有 9.7 位董事，其中外部董事 3.2 人，内部董事 6.5 人，平均内部人控制度为 67%，而且上市公司的内部人控制度与股权集中度呈高度的正相关。表明我国上市公司董事会的独立性极差。

#### 4.1.7 新旧权利机构职能转变特征分析

“新三会”即股东大会、董事会、监事会，是《公司法》规定的公司治理结构的主体构架，职能明确、相互制衡的“新三会”是现代公司制度的基本原则和优越性的具体体现。“老三会”即职代会、党委会、工会，是我国社会主义传统企业制度的重要原则和特征之一，又是我国政治制度在国民经济基层单位的延伸和表现。此前，“老三会”与经营者阶层之间的关系一直未曾理顺，即党委是“核心”，经理（厂长）是“中心”，职工是“重心”，特别是“核心”与“中心”为争夺企业控制权而矛盾重重。现在又加上“新三会”，磨擦碰撞必定增加，集体行为的交易费用上升，组织效率自然下降。“新旧三会”并存，虽有其政治、经济的社会思想基础，但主要是一个认识问题。股份公司不是基层政权组织，而是从事生产经营活动的经济实体，其行为的唯一目标是追求利润最大化。“新三会”正是为了保证公司运作效率，实现出资者利益最大化而做出的制度安排；而“老三会”是社会政治团体的产物，反映和代表的是党和工人群众的利益。这种目标的差异要求制度上创新，以找到“老三会”顺利过渡到“新三会”的正确途径。

除此之外，我国上市公司还存在法制环境不完善，对管理人员的激励约束机制不健全，独立董事制度刚刚建立但效果不明显等方面的问题与特征。我国上市公司治理结构的既存问题是历史发展的必然产物，经过管理部门多年的努

力，要求上市公司与母公司人、财、物分离，要求上市公司建立独立董事制度，推出《上市公司治理准则》等等，上市公司治理结构在近几年得到很大改善，但“路漫漫兮，其修远矣”，上市公司要有一个完善的治理结构还有很长的路要走。

## 4.2 我国上市公司融资策略与治理结构的互动关系分析

### 4.2.1 股权融资的代理成本分析

关于股权融资产生的代理成本，詹森（Jensen）和迈克林（Meckling）首次进行了分析。他们认为，如果最初企业所有者是唯一的，而且本身兼任企业经营管理者，他将完全从个人效用最大化制定各项决策。当企业的创业所有者为扩大企业规模，通过公开发行的股票向外部筹集资金时，就有可能产生经营管理者与外部股东之间的利益冲突。在经营管理者不是企业的完全所有者的情况下，当经理增加其努力时，他承担了努力的全部成本，但却只能获得部分由他追加努力所创造的财富。另一方面，当他增加在职消费时，他享受全部的收益，却只承担在职消费的部分成本。因此，随着经营管理者持有股份的减少，经营管理者偷懒和谋求私利的积极性就会增大，而他勇于开拓和奉献而进行创造性活动的动力就会减弱。同时，如果证券市场的特征是理性的，外部股权投资者就会意识到一旦经营管理者的股份份额减少，他就会增加非货币收益，外部股东购买股票支付的价格也会降低。最终的后果就是企业的价值小于经营管理者作为完全所有者时的价值，这两种价值的差额就是委托代理关系产生的“剩余损失”，构成外部股权融资代理成本的一部分。股权融资的代理成本还包括委托人设计合适的激励机制和监督机制而发生的监督成本，以及代理人支付的保证成本。股权融资的代理成本，随着外部股权的增加而增加。

在我国上市公司中，随着外部股权的增加，代理成本也会增加。由于经营者并不是真正意义上的职业经理人，而是服务于国有企业的大股东，甚至是服务于政府，其任免并不主要取决于经营业绩，股权融资后的在职消费、低效率投资更明显。再加上大股东持股数过高，公开发行的股票的外部股权融资并不能改变大股东的控制权，监督机制欠缺，经营者缺乏有效的监控，在我国，上市公司股权融资的代理成本，随着外部股权的增加，增加得更加明显。

### 4.2.2 债务融资的代理成本分析

降低股权融资代理成本的一种有效办法，是改变融资方式，企业所需的部分资金通过负债的方式进行筹集。由于企业破产的可能性与负债比例正相关，故负债融资可被当作一种缓和股东与经理冲突的激励机制。

尽管负债有利于抵制经理的道德风险，降低股权融资代理成本，但是，企业举债融资又会导致股东的道德风险，债权人与股东之间产生冲突。因为债务契约诱使股东选择风险更大的项目进行投资，如果高风险项目投资成功，他能够获得高风险项目带来的额外收益，如果高风险项目投资失败，由于有限责任制，失败造成的损失由债权人承担。随着债务融资比例的上升，股东将选择更具风险的项目，这就是股东采用的资产替代行为。如果债权人能够理性地预期到股东的资产替代行为，将使举债的成本上升。经营者的资产替代行为所带来的企业价值下降，就是债权人与股东之间的委托代理关系所产生的一种“剩余损失”，构成债务融资的代理成本。债务融资的代理成本还包括债权人承担的监督成本和企业承担的保证成本，以及破产重组成本。债务融资的代理成本与举债融资的比例正相关，其理由是：①随着举债融资比例的提高，企业股东可以从债权人那里得到的财富转移总额逐渐增加；②在经理对企业的绝对投资规模不变的情况下，随着举债融资比例的提高，企业内部股东的股份占总股份的份额逐渐上升，企业内部股东从债权人那里获得的财富转移的份额也随之升高，其侵蚀外部债权人的积极性也会增强。这两方面的原因促使债务融资的代理成本增大。

我国上市公司的债务融资也存在着代理成本，但由于在我国的证券市场不管是股权融资还是债务融资，其信号传递的效率均不是很高，信号模型的作用并不是很显著，其造成企业价值下降形成的代理成本不是很大。由于历史的原因，我国的银行体系在对企业的贷款上也有一些问题。银行对愿意或不愿意贷款的企业会有所选择，但企业举债的成本却缺乏弹性，银行并不会因资产负债率的上升而提高企业的贷款利率。总的来说，我国上市公司债务融资的代理成本相对而言是比较低的。

#### 4.2.3 融资策略与上市公司的控制权互动机理分析

有关治理结构与融资策略、资本结构关系的理论，除了代理成本理论、信号模型之外，主要还包括控制权理论，控制权理论也可以很好地帮助我们分析治理结构与融资策略、资本结构的内在关系。

控制权理论采用了一种不同于传统分析的角度，哈里斯和雷维夫（1989）建立了一个有关投票和剩余所有权的模型。在他们看来，证券是一种控制手段，用以保证一个优秀的候选人（经营者）获得对公司法人的控制。其主要观点是，投票权应该与剩余索取权正相关而不应是无风险的廉价扶植。换句话说，通过投票来选择管理者的权力必须由那些承担商业风险的人掌握（张维迎，1995）。这个观点对我国治理结构的改革具有一定的启发意义，可用以进行我国上市公

司董事会的结构设计。

在我国，由于治理结构本身的不合理，国有企业改制上市以后，第一大股东持股比例非常高，有的甚至高于70%，上市公司不管选择股权融资还是债务融资，控制权都不容易发生改变，国有大股东始终牢牢地控制着上市公司。承担商业风险的中小股东虽然表面上有投票权和剩余所有权，但他们根本没可能通过股票这种证券来保证一个满意的、优秀的候选人（经营者）获得对公司法人的经营权。

#### 4.2.4 股权融资的治理效应分析

如果企业以股权契约的形式对外融资，股票持有者就是企业的所有者，拥有企业的剩余索取权和剩余控制权，股权融资的治理效应通过股东对企业的控制来实现。股东对企业的控制有以下两种形式。

（1）内部控制。内部控制是股东以其所拥有的投票权和表决权，通过投票选举公司董事会，由董事会选择经营管理者，将企业的日常经营决策委托给经营管理者来实现的。如果经营管理者未尽股东的法定义务，或者存在有损于企业价值的行为，股东可以通过董事会更换经营管理者，这实际上是一种股东“用手投票”

的监督治理方式。但内部控制的有效实现取决于三个方面的因素：①股权集中程度。股东监控企业要付出成本，股东监控企业的动力源自于其监控的收益与成本的比较。就监控成本而言，大股东与小股东实施有效监控的成本基本上是一致的，但他们获取的收益却相差很大，大股东取得的收益远远大于小股东的收益，小股东的理性选择便是放弃对企业监控权而搭便车。如果股权过于分散，就会造成监控者的缺位。所以，股权集中度越高，内部控制越为有效。这也就是德日两国企业普遍采用内部监控型公司治理模式的原因。相反，英美两国由于股权分散而缺乏内部监督约束。②股东的性质。一般来讲，银行作为大股东，由于熟悉企业业务，同时利用贷款和企业 在银行开设的帐户，能及时了解企业的经营状况，拥有监控上的信息优势和便利条件。法码（Fama,1985）认为银行作为股东是企业最有效的监督主体。但是否允许银行持有公司的股票，各国法律有不同的规定。由于个体股东缺乏监控企业的能力和动力，而机构投资者对公司的监督成本与其收益相配比，因此它不象一般投资者那样成为搭便车的主体，机构投资者就被视为公司治理中加强股东地位的重要支柱。正如卡特（Carter,1992）所指出的，如果机构投资者不履行监控职责，则对公司的监控很难解决。③股东投票权限的大小。虽然股票有投票权，但不同的国家由于制度不同，股票投票权的大小存在较大的差异。比如股东的投票权限是否只包括董

事会选出权，亦或还包括企业日常经营的评判权等；企业决定事项所需的投票比例是过半、过三分之二以上，还是简单的多数票原则。

(2) 外部控制。当内部控制不能有效发挥作用时，股东最后的控制就是“退出”，用资本市场上的接管来对经营者施加压力，这实际上是一种“用脚投票”的监督治理方式。当企业发展前景看好，并对企业作出的决策持认同态度时，股东增加股票持有份额。否则，卖出股票份额，给经理施加压力。另外，当企业经营不善时，股价下跌并成为资本市场上被接管的对象，成功的接管可以更换公司经理，因而接管被认为是控制经理随心所欲的最有效的方法之一。外部控制有效发挥作用的前提是：①资本市场相对发达；②股权相对分散且流动性强。这也是英美两国的企业界普遍采用监控型公司治理模式的原因。

由于我国的上市公司股权集中度非常高，证券市场并不发达，存在大量不能上市流通的国家股、法人股，接管市场发展严重滞后，我国上市公司股权融资的治理效应主要通过内部控制的形式得以实现。

#### 4.2.5 债务融资的治理效应分析

企业发行股票对外筹资时，企业的经营管理者就有可能产生各种非生产性消费、发生不利于外部股东的道德风险行为，导致经营管理者与外部股东的利益冲突。缓和经理与外部股东冲突的一种有效办法，是改变融资方式，企业所需的部分资金通过负债的方式进行筹集。债务融资的治理效应表现在以下方面：①在经营者对企业的绝对投资不变的情况下增加投资中的负债融资比例将增大经营管理者股权比例，激励经营管理者努力工作。②由于负债的利息采用固定支付方式，负债的利用减少了企业的自由现金流量，从而压缩了经营管理者从事低效投资的空间和限制了经营者的在职消费。正如詹森（Jensen,1986）所指出，由于债务要求企业用现金偿付，它将减少经理用于享受其个人私利的“自由资金”。债务的这种治理效应在产生大量现金流量，但缺乏发展前景或必须缩小规模的企业中尤其重要。③债务可以作为一种担保机制，促使经营者努力工作。格罗斯曼（Grossman）和哈特（Hart,1982）通过建立一个正式的代理模型，分析了举债经营是如何缓和经营管理者与股东之间的冲突的。在他们的模型中假定经营层在企业中持股比例为零或接近于零，这个假设符合大型或超大型企业的情况，这时债务可被视为一种担保机制，能够使经营者多努力工作少个人享受，并做出更好的投资决策，从而降低融资的代理成本。其理由是经营者的效用依赖于他的经理职位，从而依赖于企业的生存，一旦企业破产，经理将失去任职的一切好处，对经理来说，要在较高的私人收益与较高的因破产而丧失所有任职好处的风险之间进行权衡。企业破产的可能与负债比例正相关，所以，

负债融资可被当作一种缓和股东与经理冲突的激励机制。但是，债务融资治理效应有效发挥的前提是：①建立有效的偿债保障机制；②银行有能力，特别是有动力监控企业的行为。否则，债务融资的治理效应不但不能发挥出来，反而还会成为经济中的不利因素。德国推行全能银行，允许银行从事商业贷款和证券投资业务，持有非金融企业的股票，并对银行持股比例不作限制，这允许银行代表股东行使投票权，全能银行对企业的经营和财务具有较大的控制权。美国一直限制银行对企业的直接影响，禁止商业银行持有非金融企业的股票，银行与企业之间主要是一种借贷关系。七十年代以来，美国的银行贷款朝着“银团”的方向发展，银团贷款通过“状态依存”机制取得对企业直接的控制权。日本实行主银行制度，商业银行对企业的影响，虽低于德国，但远高于美国。有关学者的研究表明，在解决日本产业过剩问题中，起主导作用的是融资结构中的负债，而不是以往人们所认为的产业政策（赵增耀，1999）。

由于我国企业破产机制不健全，没有建立有效的偿债保障机制，企业缺乏信用，三角债泛滥，主要的债权人银行不能对贷款企业进行有效的监控，故我国上市公司债务融资的治理效应非常不明显。

#### 4.2.6 治理结构与融资策略的互动关系分析

现代企业理论提示了这样一个基本道理：企业产权处于“依存状态”，企业控制权和剩余索取权的分配，随着企业财务和经营状况的变化而变化。令  $X$  为企业的总收入， $W$  为应该支付给工人的合同工资， $R$  为债权人的合同支付（本金加利息）， $\pi$  为股东所要求的一个满意利润。假设  $X$  在  $0$  到  $X$  之间分布（其中  $X$  是最大可能的收入），工人的索取权优于债权人。那么“依存状态”说的是：当  $X \geq W+R$  时，控制权掌握在股东手里；当  $W \leq X < W+R$  时，控制权掌握在债权人手中；当  $X < W$  时，控制权掌握在员工手中；当  $X \geq W+R+\pi$  时，控制权掌握在经理手中（张维迎，1995）。所以，作为融资契约的股权融资契约和债务融资契约具有不同的企业所有权配置特征，股东作为企业的所有者拥有企业的剩余索取权和剩余控制权，当企业资不抵债，无法偿还债务时，债务人可以通过对企业进行资产重组、再建的方式介入企业经营，取得企业的剩余索取权，并将企业的控制权和经营权转移到自己手中<sup>[18]</sup>。融资结构不单是一个融资契约的选择问题，更重要的是资金背后产权主体相互依存、相互作用、共同构成的某种制衡机制的配置问题，企业不同融资契约就是企业不同治理机制的选择，融资决策就是通过确定企业最合适的融资结构，形成有效的制衡机制，约束代理人行为。正如威廉姆森（Williamson,1998）的观点，股本和债务与其说是融资工具，不如说就是控制与治理结构。哈特（Hart,1995）则认为，给予经营者以控制权

或激励并不特别重要，关键的问题是要设计出合理的融资结构，限制经营者以投资者的利益为代价而追求自己目标的能力。阿洪（Aghion）和博尔顿（Bolton,1992）认为，企业融资结构的选择也就是控制权在不同证券持有人之间分配的选择，最优的负债比例是在该负债水平上导致企业破产时将控制权从股东转移给债权人。所以，有什么样的融资结构就有什么样的公司治理机制，融资结构的合理确定是公司有效治理的基础，融资策略、融资结构决定治理结构的模式。

反过来，治理结构也会反作用于融资策略。股权结构不合理、股权过度集中、一股独大的股东大会必然会作出有利于大股东的融资策略选择，比如高派现的同时高价增发；面对高风险高收益的投资项目倾向于选择债务融资，利用有限责任制转嫁风险。董事会成员与高管人员高度重合，经营者缺乏监督与约束、内部人控制的董事会与经理层结构，董事会及高管人员可能会更多的选择股权融资而不是债务融资，增加可控制的现金流量，产生在职消费、逆向选择、寻租行为，增加公司的代理成本。如果治理结构完善，股权适当分散，董事会与高管人员分离且各行其职，监事会真正起到监督约束的作用，那么公司就能选择恰当的融资策略，在不增加破产危机的前提下，很好地运用财务杠杆，使包括股权代理成本、债务代理成本在内的总代理成本最小，为公司创造更多的利润<sup>[19]</sup>。

企业融资策略、资本结构与治理结构之间存在着有机的关系，孤立地分别研究它们对于企业价值的影响，可能是片面的。资本结构不仅仅体现了企业资本的来源，它还影响到企业权力在各个利益主体间的分布，并决定着各个利益主体所受到的约束。因此，资本结构对于委托代理关系的效率能够发挥作用，并关系到企业的所有权与控制权从而影响到治理结构，进而对企业在商品市场的业绩情况产生影响。同时，在一定治理结构的作用下，决策作为各方利益主体在制度约束下博弈的结果，其中的融资决策又会改变现存的资本结构。由于所有者和经营者、所有权和控制权的天然联系，人力资本要素和非人力资本要素在企业运营中有机统一，故不从融资策略、资本结构和治理结构的内在联系角度研究，是很难真正找到它们的最优组合形式的。

融资策略与治理结构是互动的，融资策略是治理结构的基础，融资策略决定治理结构，有什么样的融资策略就会决定什么样的治理结构模式，反过来，治理结构也反作用并影响着融资策略。但在我国上市公司中，股权融资的代理成本较高，债务融资的代理成本较低，股权融资的治理效应主要通过内部控制的形式得以实现，债务融资的治理效应非常不明显，上市公司的控制权牢牢地

控制在国有大股东手中，同时由于我国资本市场发展过程中形成的特有的治理结构、融资策略特征的影响，我国上市公司中融资策略与治理结构的互动关系不是很强，融资策略对治理结构的决定作用、治理结构对融资策略的反作用不是很明显。

## 第5章 我国上市公司治理、资本结构对融资策略影响的实证研究

在对资本结构影响因素的研究中，有许多学者选择了有关治理结构的个别指标，也有学者作了对董事长与总经理两职的分离与合一的实证研究（吴淑琨等，1998），但把治理结构作为独立的体系来研究的却几乎没有。本章力图创新，紧扣治理结构的一系列指标，在国内外已有研究的基础上，运用目前可以获得的最新的数据资料，就治理结构及行业因素对融资策略、资本结构的影响进行比较深入系统的实证研究，一是扩大指标选取范围，把可能影响资本结构的治理结构指标都进行较为详尽的分析，二是扩大样本数量范围和时间跨度，尽量使用全样本，增加结论的普适性。

### 5.1 研究假设及指标体系

根据代理成本理论、权衡理论等资本结构理论以及治理结构与资本结构的相互关系，合理的治理结构将使上市公司的股权代理成本与债务代理成本处于一种均衡状态，两种融资方式的边际代理成本相等从而使总代理成本最小，总代理成本最小时的资本结构就是公司的最优资本结构，这时股东利益、公司利益的最大化也得以实现。反之，如果公司的治理结构不合理，股东大会、董事会、经理层之间不能形成一种有效的制衡关系，股东大会中股权结构不合理以及董事会、监事会、经理层的组成结构不合理都必然影响到上市公司融资策略的选择，形成不合理的融资结构，从而最终影响到公司及股东的利益。

在本文中，指标体系设计包括因变量及自变量的指标体系设计。本文选择最能代表资本结构特征的资产负债率、流动负债率、长期负债率三个指标作为被解释变量。 $\text{资产负债率} = \text{负债总额} / \text{总资产}$ ，资产负债率越高，说明公司在融资策略选择时越偏好债务融资而不偏好股权融资。 $\text{流动负债率} = \text{流动负债} / \text{总资产}$ ， $\text{长期负债率} = \text{长期负债} / \text{总资产}$ ，流动负债率、长期负债率的高低，反映公司在负债融资时是以短期负债还是长期负债方式进行融资的不同偏好。

本文选择与治理结构紧密相联系且对资本结构可能会产生一定影响的指标作为解释变量，主要包括第一大股东持股比例、董事会总人数、执行董事比例、独立董事比例、董事长总经理两职状态、监事会总人数等指标。 $\text{第一大股东持股比例} = \text{第一大股东持股数} / \text{总股本}$ ，反映股权的集中度，第一大股东持股比例越

高，其对公司的控制权越强，控制制度越高，越可能做出有利于大股东但并不一定有利于中小股东的融资策略选择。董事会是公司的决策机构，董事会成员由股东大会选举产生，董事会非常重要，重大决策由董事会制定，经理层由董事会聘任、解聘，公司的经营好坏董事会起很大的决定作用，由于董事会实行一人一票制（特殊情况下董事长可以有两票），董事会总人数越多，董事会的决策可能越客观、科学，越可能作出有利于公司发展的融资策略选择。执行董事比例、独立董事比例反映董事会的结构。本文按如下分类划分董事会成员，董事会成员包括内部董事和外部董事，内部董事是指在上市公司任职、任高管人员、领工资的董事，内部董事也叫执行董事；外部董事是指独立董事和主要由股东单位委派的、在股东单位任职、领工资而不在上市公司领工资的外部非独立董事。由于外部非独立董事较少且难以界定，本文不将其作为董事会结构中的一类作为解释变量，且把资料中未明确说明是外部非独立董事的列入执行董事。董事会的结构不同，利益团体不同，公司的融资策略也会不同。董事长是董事会的代表人物，总经理是经理层的代表人物，董事长总经理的两职状态反映了董事会与经理层的关系。一般文献均是采用名义变量的方法，即当两职完全合一时，取“1”，反之取“0”。显然，这种非此即彼的“二分法”忽视了两职之间的中间状态。因为涉及到董事长和总经理两职是否合一的关键问题在于董事会的独立性和总经理等高层执行人员的创新自由，除了总经理与董事长的关系外，总经理与副董事长和董事的职务合一同样会影响到董事会的独立性，副董事长、董事兼任总经理的情况即是两职部分分离，所以，本文把两职状态划分为三种情况：两职完全分离（取“0”）、两职部分分离（取“0.5”）和两职完全合一（取“1”）。监事会起监督董事会、经理层的作用，监事会总人数越多，理论上讲，在监事会的监督下公司越可能做出有利于公司利益的融资策略选择。本文本来还想选取职工监事占监事会总人数的比例作为治理结构中一个解释变量的指标，但由于职工监事的数据难以收集，且我国目前上市公司的实际情况是监事会的独立性不强、监督作用差，而职工监事的监督作用更是微乎其微，故未予以选用。

我国沪深交易所将全部上市公司划分为工业、商业、金融、房地产、公用事业、综合六类，本章拟按行业设虚拟变量，作进一步的研究，研究行业因素对资本结构的影响情况。对于行业分类，当公司某类业务的营业收入比重大于或等于 50%，则将其划入该业务相对应的类别；当公司没有一类业务的营业收入比重大于或等于 50%时，如果某类业务营业收入比重比其他业务收比重均高出 30%，则将该公司划入此类业务相对应的行业类别；否则，将其划为综合类<sup>[20]</sup>。

根据国内外有关文献的论述及有关理论，以及基于我们对现实的观察，提出如下研究假设：

①第一大股东持股比例与资产负债率呈正相关。第一大股东持股比例越高，股权集中度越大，出于降低代理成本的考虑，控股股东会要求上市公司增加债权融资，另外在我国上市公司中，大股东占用上市公司资金的情况很多，这也会使上市公司的资产负债率随大股东的控制度的增加而上升。

②执行董事比例、董事长总经理两职状态与资产负债率、长期负债率呈负相关。执行董事比例、董事长总经理两职状态越高，说明内部人控制度越高，内部人出于自身的考虑，会倾向于股权融资，增加公司持有的货币资金。

表 5-1 治理结构对资本结构影响的指标体系

Table 5-1 Factor systems of capital structure affected by government structure

序号	指标名称	变量记号	说明
1	资产负债率	$Y_1$	负债总额/总资产
2	流动负债率	$Y_2$	流动负债/总资产
3	长期负债率	$Y_3$	长期负债/总资产
4	第一大股东持股比例	$X_1$	第一大股东持股数/总股本
5	董事会总人数	$X_2$	《公司法》规定 5-19 人
6	执行董事比例	$X_3$	执行董事人数/董事会总人数
7	独立董事比例	$X_4$	独立董事人数/董事会总人数
8	董事长总经理两职状态	$X_5$	完全分离取“0”、部分分离取“0.5”、完全合一取“1”
9	监事会总人数	$X_6$	《公司法》规定其成员不得少于 3 人
10	工业	$S_1$	行业虚拟变量
11	商业	$S_2$	行业虚拟变量
12	公用事业	$S_3$	行业虚拟变量
13	综合	$S_4$	行业虚拟变量

③董事会总人数、独立董事比例、监事会总人数与资产负债率的相关性可能不大。由于在我国上市公司中，控制董事会的是大股东，董事在董事会中说话的份量并不是一样的，不懂事的董事甚至可以很容易被清理出董事会；独立董事在现阶段独立性也不是很强，存在一定的关系董事、人情董事；监事会更是缺乏独立性，很多的监事会形同虚设，或者是董事长、高管人员领导下的监事会，因而董事会总人数、独立董事比例、监事会总人数对资产负债率的影响

可能不大。

④商业与流动负债率正相关，公用事业与资产负债率负相关。相比较而言，商业企业的流动负债会比较高，公用事业企业由于收益稳定，现金流入充分，与其他行业相比，商业企业的流动负债率可能会比较高，公用事业企业的资产负债率可能会比较低。

## 5.2 实证方法

根据前面所述，本文以资产负债率、流动负债率、长期负债率为被解释变量，以所选取的与治理结构紧密相关的 6 个指标为解释变量，建立如下数学模型：

$$Y_i = a + b_1 X_1 + b_2 X_2 + b_3 X_3 + b_4 X_4 + b_5 X_5 + b_6 X_6 + e \quad (i=1,2,3) \quad \text{式(5-1)}$$

其中： $Y_1$  为资产负债率； $Y_2$  为流动负债率； $Y_3$  为长期负债率； $e$  为随机变量； $X_1$ 、 $X_2$ 、 $X_3$ 、 $X_4$ 、 $X_5$ 、 $X_6$  为治理结构影响资本结构的指标； $b_1$ 、 $b_2$ 、 $b_3$ 、 $b_4$ 、 $b_5$ 、 $b_6$  为  $Y_i$  对应于  $X_1$ 、 $X_2$ 、 $X_3$ 、 $X_4$ 、 $X_5$ 、 $X_6$  的偏回归系数。偏回归系数表示假设在其他所有自变量不变的情况下，某一个自变量变化引起因变量变化的比率。

为了把行业对融资结构的影响反映到模型中，我们按行业引进工业（ $S_1$ ）、商业（ $S_2$ ）、公用事业（ $S_3$ ）、综合（ $S_4$ ）四个虚拟变量：

$$S(jt) \begin{cases} 1 & \text{第 } j \text{ 个行业 } \quad j=1,2,3,4 \\ 0 & \text{其他行业} \end{cases}$$

这样，回归模型为

$$Y_i = a + b_1 X_1 + b_2 X_2 + b_3 X_3 + b_4 X_4 + b_5 X_5 + b_6 X_6 + a_1 S_{1t} + a_2 S_{2t} + a_3 S_{3t} + a_4 S_{4t} + e \quad (i=1,2,3)$$

①

这里要特别指出，四个虚拟变量之间具有关系：

$$S_{1t} + S_{2t} + S_{3t} + S_{4t} = 1$$

如此就会出现多重共线的问题，这就是虚拟变量的陷阱问题。为了克服陷阱问题，需要改变虚拟变量的引入方法。改为引入虚拟变量

$$S_{jt} = \begin{cases} 1 & \text{第 } j \text{ 个行业 } \quad j=1,2,3 \\ 0 & \text{其他行业} \end{cases}$$

第四个行业（综合）用  $S_{1t} = S_{2t} = S_{3t} = 0$  表示，于是最终的数学模型就修正为：

①此方法见对外经济贸易大学出版社出版于俊年编著的《计量经济学》第 237 至 238 页，机械工业出版社出版罗伯特·平狄克著钱小军等译的《计量经济模型与经济预测》第 75 至 76 页。

$$Y_i = a + b_1 X_1 + b_2 X_2 + b_3 X_3 + b_4 X_4 + b_5 X_5 + b_6 X_6 + a_1 S_{1t} + a_2 S_{2t} + a_3 S_{3t} + e \quad (i=1,2,3)$$

①

其中， $S_{1t}$ 、 $S_{2t}$ 、 $S_{3t}$ 、 $a_1$ 、 $a_2$ 、 $a_3$  为工业、商业、公用事业的行业虚拟变量及其偏回归系数。

在数理统计分析中，考察因变量  $Y$  与自变量  $X$  间的定量关系称之为多元回归分析。在上述多元回归方程变量中，一些自变量  $X$  对因变量  $Y$  的影响较大，而另一些自变量  $X$  对因变量  $Y$  的影响较小。一般的多元回归分析往往很难确定自变量对因变量的影响大小，但是，通过逐步回归分析可以较好地解决这一问题。逐步回归分析是将自变量逐一引入多元回归方程，而引入的条件是该自变量的偏回归平方和在所有未入选的自变量中具有最大值，并经过  $F$  检验具有显著意义。此外，在每引入一个新的自变量时，还应对先前已入选多元回归方程的自变量逐一进行  $F$  检验，并将偏回归平方和最小且无显著性的自变量从多元回归方程中剔除掉。该过程将一直持续到多元回归方程外的自变量不能再引入，且多元回归方程内的自变量也不能再剔除时为止。最后，在多元回归方程中将只剩下对因变量具有显著影响的自变量。本文采用逐步回归的方法进行分析。以上统计分析方法可以很容易通过 SPSS 统计分析软件运算实现。

### 5.3 样本公司及数据的选取

由于在数学模型中，本文选取了独立董事比例指标，而中国证监会于 2001 年 8 月 16 日以证监发[2001]102 号发布《关于上市公司建立独立董事制度的指导意见》的通知，要求“在二 00 二年六月三十日前，董事会成员中应当至少包括 2 名独立董事，在二 00 三年六月三十日前，上市公司董事会成员中应当至少包括三分之一的独立董事”。在此之前，全部上市公司中在 2000 年底之前建立独立董事制度的有 61 家，在 2001 年底之前建立独立董事制度的有 319 家，本文选择样本公司的原则是，时间序列尽可能的长，样本公司尽可能的多，鉴于此，本文选择剔除 ST、金融、房地产类的全部上市公司作为样本进行研究。根据交易所上市规则，如果上市公司最近两个会计年度的审计结果显示的净利润均为负数或者最近一个会计年度的审计结果显示其股东权益低于注册资本（每股净资产低于股票面值），该上市公司股票就会被交易所实行特别处理（ST），实行特别处理的 ST 公司财务状况异常，故应剔除。金融、房地产类上市公司，由于

行业特征，资产负债率非常高或者异常，故也将其剔除<sup>[20]</sup>。剔除之后，2000 年底之前建立独立董事制度的有 54 家，2001 年底之前建立独立董事制度的有 287 家，本文选择时间序列更长的 54 家作为本文的研究对象，采集其最近三年的截面数据进行研究。（全部 54 家样本公司名单见附录）。

以上数据全部根据刊登在《中国证券报》、《证券时报》及中证网（WWW.CS.COM.CN）的上市公司年报和长城证券重庆营业部钱龙交易系统 F10 中由港澳资讯公司提供的上市公司财务数据统计整理而来。

## 5.4 实证结果及分析

### 5.4.1 回归结果

#### ①Regression

Variables Entered/Removed <sup>a</sup>			
Model	Variables Entered	Variables Removed	Method
1	工业	.	Stepwise (Criteria: Probability-of-F-to-enter <= .050, Probability-of-F-to-remove >= .100).
2	独立董事比例	.	Stepwise (Criteria: Probability-of-F-to-enter <= .050, Probability-of-F-to-remove >= .100).
3	公用事业	.	Stepwise (Criteria: Probability-of-F-to-enter <= .050, Probability-of-F-to-remove >= .100).

a. Dependent Variable: 资产负债率

Model Summary<sup>d</sup>

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
1	.307 <sup>a</sup>	.094	.088	.1580	
2	.349 <sup>b</sup>	.122	.109	.1561	
3	.385 <sup>c</sup>	.148	.130	.1543	1.021

a. Predictors: (Constant), 工业

b. Predictors: (Constant), 工业, 独立董事比例

c. Predictors: (Constant), 工业, 独立董事比例, 公用事业

d. Dependent Variable: 资产负债率

ANOVA<sup>d</sup>

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	.368	1	.368	14.736	.000 <sup>a</sup>
	Residual	3.545	142	2.497E-02		
	Total	3.913	143			
2	Regression	.477	2	.239	9.790	.000 <sup>b</sup>
	Residual	3.436	141	2.437E-02		
	Total	3.913	143			
3	Regression	.581	3	.194	8.136	.000 <sup>c</sup>
	Residual	3.332	140	2.380E-02		
	Total	3.913	143			

a. Predictors: (Constant), 工业

b. Predictors: (Constant), 工业, 独立董事比例

c. Predictors: (Constant), 工业, 独立董事比例, 公用事业

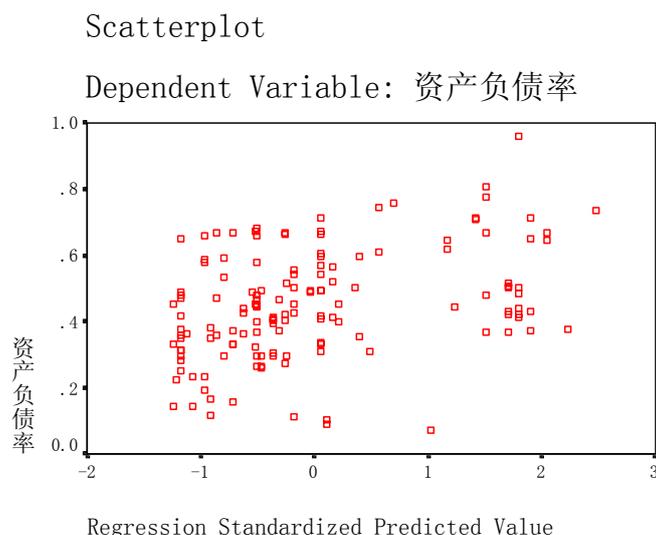
d. Dependent Variable: 资产负债率

Coefficients<sup>a</sup>

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	Collinearity Statistics	
		B	Std. Error	Beta			Tolerance	VIF
1	(Constant)	.525	.024		22.294	.000		
	工业	-.109	.028	-.307	-3.839	.000	1.000	1.000
2	(Constant)	.466	.036		12.757	.000		
	工业	-.120	.029	-.337	-4.201	.000	.968	1.033
	独立董事比例	.324	.153	.170	2.117	.036	.968	1.033
3	(Constant)	.500	.040		12.627	.000		
	工业	-.154	.033	-.432	-4.725	.000	.726	1.377
	独立董事比例	.324	.151	.170	2.143	.034	.968	1.033
	公用事业	-.102	.049	-.189	-2.089	.039	.744	1.344

a. Dependent Variable: 资产负债率

## Charts



以资产负债率为被解释变量，以所选取的全部指标作为解释变量，采用逐步回归的方法，得到回归方程为：

$$Y_1=0.5+0.324X_4-0.154S_1-0.102S_3 \quad \text{式(5-2)}$$

其中 $X_4$ （独立董事比例）、 $S_1$ （工业）、 $S_3$ （公共事业）通过95%显著性水平检验。同时，回归方程的F检验值为8.136，相应地回归方程在99%的显著性水平下总体线性关系成立。回归方程的 $R^2=0.130$ ，在大样本情况下，拟合优度基本上可以被认为是可接受的。

序列相关（自相关）是指随机项的取值与它的前一期或前几期的取值相关，则称其存在序列相关或自相关。对此进行检验，常用DW检验方法，若 $d=2$ 表明随机项没有自相关，若 $d=0$ 表明随机项有很强的正自相关，若 $d=4$ 表明随机项有很强的负自相关。图中表明 $d=1.021$ ，可认为变量之间没有序列相关性。

异方差性就是随机项的方差与解释变量的变化有关。因此，我们可以利用被解释变量Y与解释变量X的散点图，对随机项的异方差性做出近似的判断，若散点图随着X的增加，散点分布的区域逐渐变宽或变窄，或出现了偏离带关区域的复杂变化，则随机项可能出现了异方差。根据观察，基本上可以认为没有明显的异方差性。<sup>①</sup>

一般认为VIF（方差膨胀因子）超过10（也有人认为5）时，多重共线性就已经很严重。通过分析VIF、Tolerance的值，可以合理地推断各变量之间不存在严重的多重共线性。<sup>②</sup>

<sup>①</sup>见对外经济贸易大学出版社出版于俊年编著的《计量经济学》116页

<sup>②</sup>见对外经济贸易大学出版社出版于俊年编著的《计量经济学》203页

②Regression

Variables Entered/Removed<sup>a</sup>

Model	Variables Entered	Variables Removed	Method
1			Stepwise (Criteria: Probability-of-F-to-enter <= .050, Probability-of-F-to-remove >= .100).
2	商业		Stepwise (Criteria: Probability-of-F-to-enter <= .050, Probability-of-F-to-remove >= .100).

a. Dependent Variable: 流动负债率

Model Summary<sup>c</sup>

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
1	.273 <sup>a</sup>	.074	.068	.1589	
2	.360 <sup>b</sup>	.129	.117	.1547	1.028

a. Predictors: (Constant), 第一大股东持股比例 (%)

b. Predictors: (Constant), 第一大股东持股比例 (%), 商业

c. Dependent Variable: 流动负债率

ANOVA<sup>c</sup>

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	.288	1	.288	11.394	.001 <sup>a</sup>
	Residual	3.586	142	2.526E-02		
	Total	3.874	143			
2	Regression	.501	2	.250	10.467	.000 <sup>b</sup>
	Residual	3.373	141	2.392E-02		
	Total	3.874	143			

a. Predictors: (Constant), 第一大股东持股比例 (%)

b. Predictors: (Constant), 第一大股东持股比例 (%), 商业

c. Dependent Variable: 流动负债率

Coefficients<sup>a</sup>

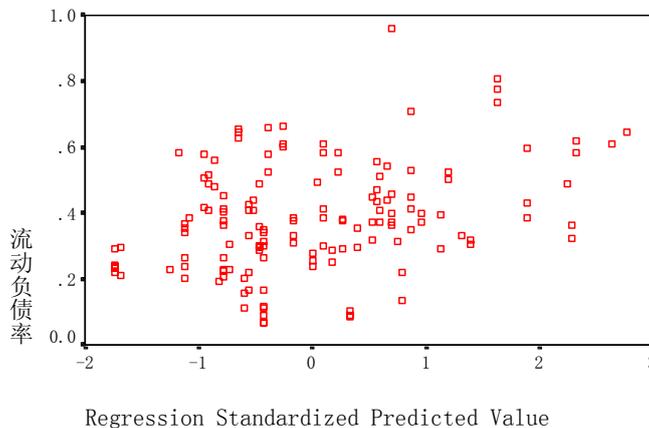
Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	Collinearity Statistics	
		B	Std. Error	Beta			Tolerance	VIF
1	(Constant)	.513	.041		12.570	.000		
	第一大股东持股比例 (%)	-2.54E-03	.001	-.273	-3.376	.001	1.000	1.000
2	(Constant)	.499	.040		12.463	.000		
	第一大股东持股比例 (%)	-2.57E-03	.001	-.276	-3.509	.001	1.000	1.000
	商业	.109	.037	.235	2.984	.003	1.000	1.000

a. Dependent Variable: 流动负债率

### Charts

Scatterplot

Dependent Variable: 流动负债率



以流动负债率为被解释变量，以所选取的全部指标作为解释变量，采用逐步回归的方法，得到回归方程为：

$$Y_2=0.499-0.00257X_1+0.109S_2 \tag{5-3}$$

其中 $X_1$ （第一大股东持股比例）、 $S_2$ （商业）通过95%显著性水平检验。同时，回归方程的F检验值为10.467，相应地回归方程在99%的显著性水平下总体线性关系成立。回归方程的 $R^2=0.129$ ，在大样本情况下，拟合优度基本上可以被认为是可接受的。

通过分析VIF（方差膨胀因子）=1.00、DW=1.028值，可以合理地推断各变量之间不存在严重的多重共线性和序列相关性。另外通过观察散点图，也不存在异方差性。

### ③ Regression

Variables Entered/Removed

a

Model	Variables Entered	Variables Removed	Method
1	第一大股东持股比例 (%)	.	Stepwise (Criteria: Probability-of-F-to-enter <= .050, Probability-of-F-to-remove >= .100).
2	工业	.	Stepwise (Criteria: Probability-of-F-to-enter <= .050, Probability-of-F-to-remove >= .100).
3	执行董事比例	.	Stepwise (Criteria: Probability-of-F-to-enter <= .050, Probability-of-F-to-remove >= .100).
4	商业	.	Stepwise (Criteria: Probability-of-F-to-enter <= .050, Probability-of-F-to-remove >= .100).

a. Dependent Variable: 长期负债率

Model Summary<sup>e</sup>

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
1	.204 <sup>a</sup>	.042	.035	9.665E-02	
2	.299 <sup>b</sup>	.089	.076	9.457E-02	
3	.346 <sup>c</sup>	.120	.101	9.330E-02	
4	.392 <sup>d</sup>	.154	.130	9.180E-02	1.126

- a. Predictors: (Constant), 第一大股东持股比例 (%)
- b. Predictors: (Constant), 第一大股东持股比例 (%), 工业
- c. Predictors: (Constant), 第一大股东持股比例 (%), 工业, 执行董事比例
- d. Predictors: (Constant), 第一大股东持股比例 (%), 工业, 执行董事比例, 商业
- e. Dependent Variable: 长期负债率

ANOVA<sup>e</sup>

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	5.787E-02	1	5.787E-02	6.194	.014 <sup>a</sup>
	Residual	1.327	142	9.342E-03		
	Total	1.384	143			
2	Regression	.124	2	6.178E-02	6.908	.001 <sup>b</sup>
	Residual	1.261	141	8.943E-03		
	Total	1.384	143			
3	Regression	.166	3	5.527E-02	6.350	.000 <sup>c</sup>
	Residual	1.219	140	8.705E-03		
	Total	1.384	143			
4	Regression	.213	4	5.327E-02	6.321	.000 <sup>d</sup>
	Residual	1.171	139	8.427E-03		
	Total	1.384	143			

a. Predictors: (Constant), 第一大股东持股比例 (%)

b. Predictors: (Constant), 第一大股东持股比例 (%), 工业

c. Predictors: (Constant), 第一大股东持股比例 (%), 工业, 执行董事比例

d. Predictors: (Constant), 第一大股东持股比例 (%), 工业, 执行董事比例, 商业

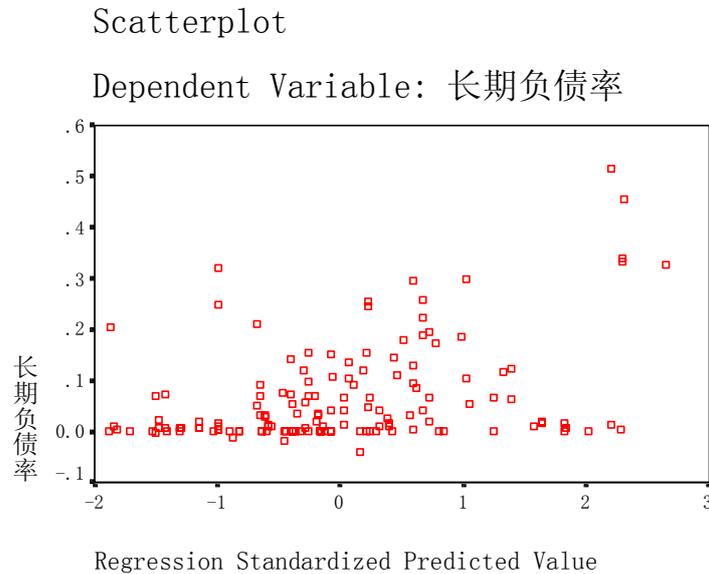
e. Dependent Variable: 长期负债率

Coefficients<sup>a</sup>

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	Collinearity Statistics	
		B	Std. Error	Beta			Tolerance	VIF
1	(Constant)	8.339E-03	.025		.336	.737		
	第一大股东持股比例 (%)	1.140E-03	.000	.204	2.489	.014	1.000	1.000
2	(Constant)	3.037E-02	.026		1.186	.238		
	第一大股东持股比例 (%)	1.336E-03	.000	.240	2.943	.004	.975	1.026
	工业	-4.67E-02	.017	-.221	-2.710	.008	.975	1.026
3	(Constant)	.133	.053		2.510	.013		
	第一大股东持股比例 (%)	1.203E-03	.000	.216	2.664	.009	.957	1.045
	工业	-5.03E-02	.017	-.238	-2.945	.004	.966	1.036
	执行董事比例	-.123	.056	-.177	-2.203	.029	.969	1.032
4	(Constant)	.169	.054		3.107	.002		
	第一大股东持股比例 (%)	1.340E-03	.000	.240	2.989	.003	.942	1.062
	工业	-8.24E-02	.022	-.390	-3.816	.000	.584	1.712
	执行董事比例	-.138	.055	-.198	-2.486	.014	.957	1.045
	商业	-6.60E-02	.028	-.238	-2.368	.019	.604	1.655

a. Dependent Variable: 长期负债率

## Charts



以长期负债率为被解释变量，以所选取的全部指标作为解释变量，采用逐步回归的方法，得到回归方程为：

$$Y_3=0.169+0.00134X_1-0.138X_3-0.0824S_1-0.066S_2 \quad \text{式(5-4)}$$

其中 $X_1$ （第一大股东持股比例）、 $X_3$ （执行董事比例）、 $S_1$ （工业）、 $S_2$ （商业）通过95%显著性水平检验。同时，回归方程的F检验值为6.321，相应地回归方程在99%的显著性水平下总体线性关系成立。回归方程的 $R^2=0.154$ ，在大样本情况下，拟合优度基本上可以被认为是可接受的。

通过分析VIF、Tolerance及DW值，可以合理地推断各变量之间不存在严重的多重共线性和序列相关性。另外通过观察散点图，也不存在异方差性。

### 5.4.2 对回归结果的分析

综合上述分别以资产负债率、流动负债率、长期负债率为被解释变量，以第一大股东持股比例、董事会总人数、执行董事比例、独立董事比例、董事长总经理两职状态、监事会总人数、工业、商业、公用事业为解释变量的回归结果，在95%显著性水平下，第一大股东持股比例与流动负债率负相关、与长期负债率正相关，执行董事比例与长期负债率负相关，独立董事比例与资产负债率正相关，工业与资产负债率负相关、与长期负债率负相关，商业与流动负债率正相关、与长期负债率负相关，公用事业与资产负债率负相关。对于工业类上市公司， $Y_1=0.346+0.324X_4$ ， $Y_2=0.499-0.00257X_1$ ， $Y_3=0.0866+0.00134X_1-0.138X_3$ ；对于商业类上市公司， $Y_1=0.5+0.324X_4$ ，

$Y_2=0.608-0.00257X_1$ ,  $Y_3=0.103+0.00134X_1-0.138X_3$ ; 对于公用事业类上市公司,  $Y_1=0.398+0.324X_4$ ,  $Y_2=0.499-0.00257X_1$ ,  $Y_3=0.169+0.00134X_1-0.138X_3$ ; 对于综合类上市公司,  $Y_1=0.5+0.324X_4$ ,  $Y_2=0.499-0.00257X_1$ ,  $Y_3=0.169+0.00134X_1-0.138X_3$ 。

上述回归结果大部分与假设差不多, 执行董事比例与长期负债率负相关, 执行董事比例越高内部人控制越明显, 内部人会偏好股权融资而不是债务融资, 而对于债务融资, 内部人更不愿意以长期负债的方式融资, 故执行董事比例与长期负债率负相关。董事长总经理两职状态并不完全反映内部人控制程度, 而两职状态分布也不合理, 0占5%、1占18%, 绝大部分为0.5, 故回归结果其对资本结构的影响不显著。商业、公用事业对资本结构的影响符合其行业特征, 而董事会、监事会总人数对资本结构的影响不明显也与预期的假设相吻合。

结果与预期假设不同的主要有以下几点:

(1) 第一大股东持股比例与流动负债率负相关、与长期负债率正相关, 预期以为第一大股东持股比例与资产负债率正相关。可能是由于长期负债与短期负债相比可以更好的降低代理成本, 对大股东有利, 而近年来管理层对大股东占用上市公司资金的情况严惩不贷, 占用现象明显好转, 故第一大股东持股比例与资产负债率相关性不强, 但在95%显著性水平下, 与流动负债率负相关、与长期负债率正相关。

(2) 独立董事比例与资产负债率正相关。这个结果很出乎许多人的预料, 也很让我惊喜, 它说明独立董事制度已经开始对我国上市公司的融资策略、公司治理产生作用, 独立董事绝不是人情董事、花瓶董事。独立董事具有独立性, 独立董事要维护包括中小股东在内的全体股东的利益, 独立董事的出现对大股东、内部人会有一定的约束, 独立董事比例越高, 公司越不可能盲目地进行股权融资以及低效率的投资, 为降低总代理成本, 资产负债率适当上升正是独立董事发挥作用的合理结果。

(3) 工业与资产负债率、长期负债率负相关, 商业与长期负债率负相关。这是假设中没有预料到的, 但这也正好符合我国上市公司“资产负债率相对较低, 流动负债率偏高、长期负债率偏低”的总体特征。商业类上市公司为了保证流动性, 倾向于短期负债, 故流动负债较高、长期负债较低。

## 第 6 章 改善公司治理及资本结构、优化融资策略的政策建议

前面我们分析了我国上市公司治理结构对融资策略、资本结构的影响特征。我国资本市场在发展的过程中存在许多与国外不同的特征，上市公司融资策略选择与西方成熟市场也有很大的差异，治理结构与融资策略的互动性不强。我们应加大力度，紧紧围绕融资策略优化目标，以资本结构理论研究成果为指南，充分考虑我国经济体制转轨的各种特点，积极借鉴国际先进经验，把优化融资策略的重点放在经济体制与现代制度的建设上，通过建设市场经济体制与改善公司治理结构，使优化融资策略与资本结构成为上市公司的一种自觉行为<sup>[21]</sup>。

### 6.1 市场规制建设及股权分置改革

**一是加快市场规制建设。**我国股市的投机气氛过于浓烈，长此以往，会严重影响股市的健康发展与市场体系的构建。尽管证监会已就我国证券市场的退出机制做出规定，但目前还有大量的实践问题亟待解决，诸如科学地选取配股资格的控制参数、配股标准的设置、信息披露的真实性问题以及对股东以现金方式分红派息是否应作为再筹资的必要条件等等。**二是解决股权分置问题。**目前我国上市公司股本结构中的股份种类过于庞杂，国家股、法人股不能上市流通，这样人为造成股票市场条块分割的后果是“同股不同权、同股不同利”。解决股权分置可以统一股票市场、使各种股份都能在资本市场上正常流通，将会对公司治理发挥巨大的正面效应。我们应尽快改变流通股与非流通股市场分割的情况，以管理层、大股东、机构投资者、散户股民都能接受的方式解决全流通问题，只有全流通后，才能真正同股同权，资本结构或者说是上市公司的融资策略选择才能走上合理、健康发展之路。**三是稳步推进改革。**尽管 2002 年证监会颁布了境内居民可投资于 B 股的具体规定，使市场的统一向前迈进了一步，但是在目前的情况下，A 股与 B 股的对接又不是短期内能够实现的。这是由于 A 股与 B 股对接的前提是人民币资本项目下的自由兑换，这显然不可能是两三年就能做到的事情。并且，A 股与 B 股市场对接对于投资者的风险难料也是影响二者顺利接轨的重要原因。

## 6.2 国有股减持及股本多元化

**优化股本结构，利于上市公司治理结构的完善。**如前所述，有效的公司治理结构的建立，在很大程度上受制于上市公司的股本结构。因此，上市公司股本结构的优化其主要内容是建立以法人股、机构投资者为主体的多元化的股本结构。

结合我国的实际我国大多数上市公司应建立以法人股机构投资者为主体，包括个人股在内的多元化的股本结构，只有少数公用事业类上市公司可保持较高的国有股比重。这是因为，以法人股、机构投资者为主体的多元股权结构有以下三个优点：①、可以克服个人股比重过高，股权过分分散而引起的“免费搭车”、股东追求短期利益的倾向，促使股东关注上市公司长期发展。②、法人股、机构投资者取代国有股在公司的主体地位，可以消除由于国有股比例过高而导致的行政过度干预的弊端。③、投资银行、投资基金、投资公司、居民个人和国家等多元投资主体共同持有上市公司的股份，有利于形成多元产权对经营者的制约机制，强化股东的控制权，降低“内部人控制”的成本。<sup>[22]</sup>

## 6.3 独立董事制度及中小股东权益的保护

**一是应制定和细化衡量独立董事制度功能的统一标准和指标，客观评价独立董事。**改善独立董事人选结构，适当增加熟悉企业管理、法律等知识的应用型人才；处理好独立董事与监事会之间的关系，结合中国的实际，可推出独立监事制度；对现有提名制度进行改革，可考虑直接由中小股东来确定独立董事的提名；**二是增强独立董事的独立性。**充分发挥独立董事在有效制止公司不规范行为方面的作用是树立独立董事信誉、提高独立董事制度作用的重要突破口。独立董事应独立于所受聘的公司及其主要股东，独立董事不得在上市公司担任除独立董事外的任何职务，独立董事对公司及全体股东负有诚信与勤勉义务，独立董事应按照相关法律、法规、公司章程的要求，认真履行职责，维护公司整体利益，尤其要关注中小股东的合法权益不受损害，独立董事应独立履行职责，不受公司主要股东、实际控制人以及其他与上市公司存在利害关系的单位或个人的影响。**三是完善相关法规。**为切实保护中小股东利益，在董事、监事的选举过程中，应积极推行累积投票制度。累积投票制度是指在股东大会选举两名以上的董事或监事时，股东可以选择把其持有的投票权集中选举一个或分散选举数人，其优点是更有利于中小股东将代表其利益的人选选举入董事会或

监事会，在第一大股东绝对控股的情况下，这大大有利于中小股东。

## 6.4 退出机制及经理人市场建设

一是应建立起健全的破产机制，改进破产程序。在我国，虽然《企业破产法》早已出台，但由于职工就业、银行债务等多种原因，企业破产有法难依，上市公司的退出更是难上加难。破产制度不健全必然导致上市公司难以树立风险意识。二是建立并完善证券市场的股票“退市”制度。这是保护投资者利益，规范证券市场运作机制的一项有效措施，也是规范公司治理结构的一项重要手段。我国上市公司股票“退市”制度的出台，给上市公司带来了巨大的压力。由于公司治理结构的不合理，许多上市公司长期亏损，有的已资不抵债，这些上市公司由盈利走向ST，又由ST走向\*ST，按有关法律、法规早应“退市”，但为了增加投资者的信心，维护证券市场的运行秩序，证券交易所已给了较长时间的宽限。随着我国股票“退市”制度的不断完善，上市公司治理结构必然会不断走向规范。三是大力发展经理人市场。在对上市公司高管人员有效激励的同时也进行必要的约束、监督。通过发展经理人市场，有更多优秀的职业经理人参与竞争，给上市公司管理层压力，使其更好、更努力、更规范地工作。

## 6.5 债权人及市场外部治理约束

一是大力发展企业债券市场，提高上市公司债券的融资比例。目前债券市场的落后已影响到企业的资本结构，政府要淡化或者逐步取消计划规模管理，尽快推行企业债券发行核准制。二是在企业债券利率方面应给予较大的灵活性，让企业债券利率尽快市场化。由于企业债券与银行贷款在募集方式与筹资成本上的区别，导致二者对经理人员的约束功能也存在很大差异。发展企业债券市场应注意做好以下几个方面的工作，在发行制度层面上，建议企业债券发行由指标分配制逐步向注册制、核准制过渡，改变企业债券发行量和利率水平由政府决定的状况以便使各发行主体的信用差别得到显示，提高企业债券应有的供给弹性和价格需求弹性；放宽对企业债券的利率约束，提高企业债券对投资者的吸引力；硬化银行信贷资金约束，激发企业债券融资需求；降低企业债券的上市标准，简化企业债券上市手续，可以适当考虑长期企业债券的抵押融资问题，以提高期限较长的债券品种的吸引力，同时，加快债券二级市场的建设和发展。三是进行公司治理结构创新，提高公司治理结构效率，充分发挥银行在

公司治理中的作用并加强对经营者的约束和控制。积极推行债权人监事，银行及其他债权人可以进入监事会，行使监督的权利。加快资本市场的改革，提高资本市场效率，扭转融资成本结构不合理的现象，改善资本市场环境。

## 6.6 健全内控的有效途径探究

一是**行政部门职能规范**。我国《公司法》虽然规定监事会是公司内部的专门监督机构，但这一组织实际上很难发挥应有的作用。名义上中国的监督部门向来不少，但没有哪个部门能够自主地开展工作，而是附在行政权上，听命于行政权的发号施令；在强权面前，中国老百姓不可能树立实施监督以自我保护的意识。这样要建立专门监督公司行政运作的监事会，既缺乏必要的群众基础，又会招来行政方面的阻力，结果很难有所作为。二是**监督者必须具备必要的知识和经验才能有效履行自己的职责**。在我国，有限的企业家资源已经集中在不能兼职的董事会成员身上，而监事会成员则普遍缺乏本职工作所要求的专业素质。三是**监事会成员规避委托—代理矛盾问题**。企业经营成果的好坏对监事的利益没有直接的影响，他们必然缺乏监督的积极性和主动性。因此，严格按照《公司法》规定，在股东大会、董事会、监事会和经理层之间，根据分权与制衡的原则，健全公司治理的组织机构；完善监事有效监督的激励制约机制，充分发挥监事会双向监督的作用；建立和规范可以追究董事（董事长）和总经理责任的议事规则和决策程序，保证所有者权利的真正到位。

## 6.7 改革和完善信息披露制度的关键

一是要有**科学可靠的信息披露制度**。公司治理结构框架应当保证及时准确地披露与公司有关的任何重大问题，包括公司的财务状况及经营成果、公司目标、主要股份的所有权和投票权、董事和主要执行官员以及他们的报酬、重要可预见的风险因素、与雇员及其它利害人员有关的重要问题、治理结构政策等。二是**应根据高质量会计标准来制定金上市企业披露及审计标准**。对信息进行准备、审计和披露，在准备和提交财务报表时，为提供外部和客观的保证，年度审计应由独立审计师进行，信息传播渠道应当使全部投资者公正、及时、费用合理地获得有关信息。总之，改革和完善上市公司的信息披露制度，有利于规范公司治理结构。

我国上市公司的融资策略、资本结构、治理结构由于历史发展的原因，存

在一些特有的特征，管理部门也在不断的提出完善、优化的政策要求。2002 年 1 月 7 日，中国证监会以证监发[2002]1 号发布了《上市公司治理准则》，只要上市公司严格按照准则要求，不断规范股东大会、控股股东、董事会、监事会行为，保证上市公司的独立性，建立独立董事制度，避免董事会与经理层高度重合，降低内部人控制度，建立有效的绩效评价与激励约束机制，真实、准确、完整、及时地履行信息披露义务，规范融资行为，那么上市公司必然会不断改善治理结构，进而实现融资策略、资本结构的优化。

## 第7章 结论

通过对我国上市公司融资策略与公司治理及资本结构的特征及其内在关系的分析,以及治理结构对融资策略、资本结构影响的实证研究,本文的主要结论如下:

(1) 我国上市公司在融资策略选择时有明显的股权融资偏好,从而导致上市公司整体资产负债率偏低。上市公司的融资顺序为股权融资、短期负债、内源融资、长期负债,这与西方国家上市公司的融资顺序不同,可能的原因是股息的软约束、股票发行价格高、市场分割、大股东缺位、内部人控制、负债融资的避税效应不强等。

(2) 上市公司治理结构不合理,股东大会形同虚设、董事会结构不合理、董事会与经理层高度重合、监事会独立性不强、经理层缺乏约束与监督,不合理的治理结构也导致了上市公司流动负债偏高、长期负债率偏低的对内部人有利的融资结构特征。

(3) 治理结构与融资策略的互动关系不强。融资策略、资本结构是治理结构的基础并决定着治理结构,治理结构反作用于融资策略、资本结构,但在我国上市公司中这种互动关系不是很强。

(4) 通过实证分析,我们可以得出结论,在95%显著性水平下,第一大股东持股比例与流动负债率负相关、与长期负债率正相关,执行董事比例与长期负债率负相关,独立董事比例与资产负债率正相关,工业与资产负债率负相关、与长期负债率负相关,商业与流动负债率正相关、与长期负债率负相关,公用事业与资产负债率负相关。执行董事比例与长期负债率负相关,内部人控制越强,在融资策略选择时越倾向于增加流动负债、减少长期负债的融资策略。独立董事制度已经开始对我国上市公司的融资策略、公司治理产生作用,独立董事绝不是人情董事、花瓶董事。独立董事具有独立性,独立董事要维护包括中小股东在内的全体股东的利益,独立董事的出现对大股东、内部人会有一定的约束,独立董事比例越高,公司越不可能盲目地进行股权融资以及低效率的投资,为降低总代理成本,资产负债率适当上升正是独立董事发挥作用的合理结果。总体而言,我国上市公司治理结构对融资策略选择的影响不强, $R^2$ 不是很大,模型中的治理结构指标只能解释被解释变量的较少部分。

## 参考文献

- [1] 刘星. 中国上市公司融资策略影响因素的实证分析; 刘树成等. 中国资本市场前沿理论研究论文集. 社会科学文献出版社, 2000
- [2] 陆正飞, 辛宇. 上市公司资本结构主要影响因素之实证研究. 会计研究, 1988, 8
- [3] 洪锡熙, 沈艺峰. 我国上市公司资本结构影响因素的实证分析. 厦门大学学报(哲学社会科学版), 2000, 3
- [4] 陈晓, 单鑫. 债务融资是否会增加上市企业的融资成本. 经济研究, 1999, 9
- [5] 沈艺峰, 田静. 中国上市公司资本结构的定量研究. 经济研究, 1999, 11
- [6] 沈艺峰. 资本结构理论史. 经济科学出版社, 1999: 168-170
- [7] 李维安等. 现代公司治理研究—资本结构、公司治理和国有企业股份制改造. 中国人民大学出版社, 2002
- [8] 中国社会科学院语言研究所词典编辑室. 现代汉语小词典. 商务印书馆, 1985: 52
- [9] 段文斌. 代理理论与资本结构理论的融合趋向. 南开经济研究, 1998, 2
- [10] 杜沔. 从现代企业资本结构理论看我国上市公司的资本结构问题. 财务与会计, 2002, 2
- [11] 牛鹏. 资本结构理论的发展与实证检验. 财会月刊(会计), 2002-07
- [12] 黄小安, 张岗. 中国上市公司股权融资偏好分析. 经济研究, 2001
- [13] 孙永祥, 黄祖辉. 上市公司的股权结构与绩效; 刘树成等. 中国资本市场前沿理论研究论文集. 社会科学文献出版社, 2000
- [14] 何浚. 上市公司治理结构的实证分析. 经济研究, 1998, 5
- [15] 吴淑琨, 柏杰, 席酉民. 董事长与总经理两职的分离与合一----中国上市公司实证分析. 经济研究, 1998, 8
- [16] 谷祺, 于东智. 公司治理与融资: 一个理论框架. 财会通讯, 2002-02
- [17] 胡代光. 西方经济学说的演变及其影响. 北京大学出版社, 1998: 407
- [18] 张维迎. 企业的企业家---契约理论. 上海人民出版社, 1995
- [19] 王国成, 王峰. 企业治理结构与资本结构的互动关系. 经济管理、新管理, 2002, 8

- [20] 中国证券业协会编. 证券投资分析. 上海财经大学出版社, 2002: 107
- [21] 钱颖一. 企业的治理结构和融资结构改革. 经济研究, 1995, 1
- [22] 王佐. 中国上市公司治理结构问题与对策. 内蒙古经济管理干部学院学报(季刊), 2000, 3
- [23] 姜英冰. 财务灵活性——资本结构安排的新角度. 财会通讯, 2002, 2
- [24] 陈维云, 张宗益. 对资本结构财务影响因素的实证研究. 财经理论与实践(双月刊), 2002-01
- [25] 韩华林, 朱瑞博. 融资结构、法人治理结构与组织结构: 现代企业绩效的一个视角. 经济管理·新管理, 2002, 8
- [26] 孙涛. 规范我国上市公司治理结构的财务决策. 财经理论与实践(双月刊), 2002-01
- [27] 何问陶, 王金全. 我国独立董事制度的社证分析. 财贸经济, 2002, 9
- [28] 郎咸平. 从大历史动态看中国今天需要怎样的公司治理. 新财富, 2002-11
- [29] 裴武威. 中国接管市场对改善上市公司治理结构的的意义; 刘树成等. 中国资本市场前沿理论研究论文集. 社会科学文献出版社, 2000
- [30] 吴开兵. 最大化净资产收益率下的最佳资本结构的理论探讨和实证分析; 刘树成等. 中国资本市场前沿理论研究论文集. 社会科学文献出版社, 2000
- [31] 李善民, 苏斌. 影响中国上市公司资本结构的因素分析; 刘树成等. 中国资本市场前沿理论研究论文集. 社会科学文献出版社, 2000
- [32] 文宏. 资本结构与公司治理——对中国上市公司的实证研究; 刘树成等. 中国资本市场前沿理论研究论文集. 社会科学文献出版社, 2000
- [33] 袁国良, 王怀芳, 刘明. 上市公司股权激励的实证分析及其相关问题, 前沿; 刘树成等. 中国资本市场前沿理论研究论文集. 社会科学文献出版社, 2000
- [34] 栾庆伟, 迟国泰主编. 财务管理. 大连理工大学出版社, 1998
- [35] 陈小悦, 李晨. 上海股市的收益与资本结构关系实证研究. 北京大学学报(哲学社会科学版). 1995, 1
- [36] 孙涛. 规范我国上市公司治理结构的财务决策. 财经理论与实践(双月刊), 2002-01
- [37] 田志龙, 杨辉, 李玉清. 我国股份公司治理结构的一些基本特征研究. 管理世界, 1998, 2
- [38] 张春霖. 从融资角度分析国有企业的治理结构改革. 改革, 1995, 3

- [39] 廖勇. 我国上市公司资本结构与企业绩效的实证分析. 西南民族学院学报, 自然科学版, 2002-05
- [40] 吕长江, 王克敏. 上市公司资本结构、股得分配及管理股权比例相互作用机制研究. 会计研究, 2002-03
- [41] 李表原, 黄河. 对上市公司中资本结构几个问题的思考. 四川会计, 2000, 12
- [42] 杨淑娥, 金帆. 关于公司财务治理问题的思考. 会计研究, 2002-12
- [43] 王丽华, 田凤英, 孔祥顺. 我国上市公司治理结构存在的问题及对策. 商业研究, 2001-06
- [44] 施东晖. 上市公司资本结构与融资行为实证研究
- [45] 香港大学经济金融学院课题组. 宋敏, 黄贵海, 陈占峰. 上市公司资本结构的现状及特点. 中国证券报
- [46] 国信证券. 李翔等. 上市公司融资结构与融资成本的实证研究
- [47] 陈刚, 刘星. 现代公司融资决策中不同利益主体的冲突分析
- [48] 刘星, 詹宇. 存在破产风险条件下的最优资本结构研究
- [49] Jensen, M.C, and W.H.Meckling (1976), "Theory of the Firm: W Managerial Behavior, Agency Cost and Ownership Structures", Journal of Financial economics, 3 (4), pp.305-306.
- [50] Jensen, M.C (1986), "Agency Cost of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers", American Economics Review, 76 (2), pp.323-329.
- [51] Ross, S.A (1997), "The Determination of Financial Structure: The Incentive-Signalling Approach", Bell Journal of Economics (Spring), pp.23-40.
- [52] Myers, S.C (1997) "Determinants of Corporate Borrowing", Journal of Financial Economics, 5 (2), pp.147-175.
- [53] Lintners J. (1956), "Distribution of Incomes of Corporations among Dividends, Detained Earnings, and Taxes", American Economics Review, 46, pp.92-113.
- [54] William L.Megginson, Corporate Finance Theory, Addison-Wesley Educational Publishen Inc., 1997, pp36-57.
- [55] F.Modigliani and M.H.Miller, "The Cost of Corporation Finance and the Investment", American Economic Review, June 1958.
- [56] M.H.Miller and F.Modigliani, "Dividend Policy Growth and the Valuation of Business Share", Journal of Business, Oct.1961

[57] F.Modigliani and M.H.Miller, “Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction”, *American Economic Review*, June 1963.

[58] M.H.Miller, “debts and Tax” , *Journal of Finance*, May 1997.

[59] D.Durand, “Cost of Debt and Equity Funds for Business: Trend and Problems of Measurement”, in *Conference on Research on Business Finance* , New York: National Bureau of Economic Research, 1952.

[60] Myers S.C., Majwaf N. 1984, “Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information that Investors Do not Have, *Journal of Financial Structure: the Incentive Signaling Approach*” , *Bell Journal of Economics*, 13.

[61] Ross S. , 1997, “The Determinants of Financial Structure: the Incentive Signaling Approach”, *Bell Journal of Economics*, 7.

[62] Myers S.C., 1984, “The Capital Structure Puzzle”, *Journal of Finance*, 39.

[63] Aghion P. , Bolton P., 1992, “An Incomplete Contracts Approach of Financial Contracting”, *Review of Economic Studies*, 59.

[64] Anderson R.W., Sundaresan S, 1996, “Design and Valuation of Debt Contracts”, *Review of Financial Studies*, 9.

[65] Brander J.A., Lewis T.R., 1986, “Ligopoly and Financial Structure: The Limited Liability effect”, *American Economic Review*, 76.

[66] Hart, O., Moore J., 1998“Default and Reengagement: A Dynamic Model of Debt”, *Quarterly Journal of Economics*, 113.

[67] Fries S., Miller M., Perraudin W., 1997, “Debt in Industry Equilibrium ”, *Review of Financial Studies*, 10.

[68] Kovenock D. Phillips M.1997, “Capital structure and Product Market Behavior: An Examination of Plant Exit and Investment Decisions”, *Review of Financial Studies*, 10.

## 附录 样本公司目录

股票代码	股票简称	股票代码	股票简称	股票代码	股票简称
600005	武钢股份	600307	酒钢宏兴	000024	招商局
600007	中国国贸	600632	华联商厦	000027	深能源
600010	钢联股份	600307	酒钢宏兴	000034	深信泰丰
600071	凤凰光学	600360	华微电子	000037	深南电
600097	华立科技	600377	宁沪高速	000090	深天健
600115	东方航空	600390	金瑞科技	000521	美菱电器
600127	金健米业	600600	青岛啤酒	000528	桂柳工
600170	上海建工	600616	第一食品	000542	TCL 通讯
600188	兖州煤业	600645	望春花	000597	东北药
600193	创兴科技	600660	福耀玻璃	000636	风华高科
600233	大连创业	600688	上海石化	000748	湘计算机
600243	青海华鼎	600738	兰州民百	000778	新兴铸管
600268	国电南自	600775	南京熊猫	000791	西北化工
600278	东方创业	600808	马钢股份	000795	太原刚玉
600286	国光瓷业	600825	华联超市	000898	鞍钢新轧
600287	江苏舜天	600860	北人股份	000932	华菱管线
600289	亿阳信通	600876	洛阳玻璃	000959	首钢股份
600303	曙光股份	000012	南玻科控	000973	佛塑股份

资料来源：《上证统计年报》，2004。

## 致 谢

三年的硕士研究生的学习和生活就要随着这篇论文的答辩而结束了。有许许多多的舍不得，也有许许多多的感谢要说。

首先要衷心感谢的是我可敬可亲的导师陈晓红教授！您三年来对我学习和研究的悉心指导和谆谆教诲令我终身受益。在您的指导下，我在各方面的能力都得到了相应的提高。您的睿智、对知识孜孜不倦的追求、对教育科学研究的热爱、严谨的治学态度让我学到了如何做事，您在生活中的幽默、宽容、豁达教会了我如何做人。千言万语在此刻化为了一句“谢谢您！”。

感谢所有教育过我的老师！你们传授给我的专业知识是我不断成长的源泉，也是完成本论文的基础。

感谢中国证监会上市公司监管部杨华主任、张子学同志。他们都给予我许多鼓励和帮助。

我将把我学到的理论知识运用到工作中去，更好地指导实践，在工作中做出优异成绩。

袁清超

2005年6月