

学校编码：10384  
学号：17520101151182

分类号\_\_\_\_\_密级\_\_\_\_\_  
UDC\_\_\_\_\_

廈門大學

碩 士 学 位 论 文

公司治理结构对债务期限结构的影响研究

——来自我国民营上市公司的经验证据

Study on the Impact of Corporate Governance Over the

Debt Maturity Structure——Empirical Evidence from

Private Listed Companies in China

叶菁菁

指导教师姓名：郭晓梅 教授

专业名称：会计学

论文提交日期：2013年4月

论文答辩时间：2013年5月

学位授予日期：2013年6月

答辩委员会主席：\_\_\_\_\_

评 阅 人：\_\_\_\_\_

2013年4月

## 厦门大学学位论文原创性声明

本人呈交的学位论文是本人在导师指导下,独立完成的研究成果。本人在论文写作中参考其他个人或集体已经发表的研究成果,均在文中以适当方式明确标明,并符合法律规范和《厦门大学研究生学术活动规范(试行)》。

另外,该学位论文为( )课题(组)的研究成果,获得( )课题(组)经费或实验室的资助,在( )实验室完成。(请在以上括号内填写课题或课题组负责人或实验室名称,未有此项声明内容的,可以不作特别声明。)

声明人(签名):

年 月 日

## 厦门大学学位论文著作权使用声明

本人同意厦门大学根据《中华人民共和国学位条例暂行实施办法》等规定保留和使用此学位论文，并向主管部门或其指定机构送交学位论文（包括纸质版和电子版），允许学位论文进入厦门大学图书馆及其数据库被查阅、借阅。本人同意厦门大学将学位论文加入全国博士、硕士学位论文共建单位数据库进行检索，将学位论文的标题和摘要汇编出版，采用影印、缩印或者其它方式合理复制学位论文。

本学位论文属于：

1.经厦门大学保密委员会审查核定的保密学位论文，  
于 年 月 日解密，解密后适用上述授权。

2.不保密，适用上述授权。

（请在以上相应括号内打“√”或填上相应内容。保密学位论文应是已经厦门大学保密委员会审定过的学位论文，未经厦门大学保密委员会审定的学位论文均为公开学位论文。此声明栏不填写的，默认为公开学位论文，均适用上述授权。）

声明人（签名）：

年 月 日

厦门大学博硕士学位论文摘要库

## 摘要

自 1958 年 Modigliani 和 Miller 开创性地提出 MM 理论以来，资本结构一直是财务界研究的热点。随着研究层次的不拓展和深入，债务期限结构成为资本结构研究的新领域。自上世纪 70 年代起，国外学者就展开了对债务期限结构的研究，并取得了丰硕的研究成果。然而在国内，学者对债务期限结构的研究才刚刚起步，并且之前的研究大多围绕公司规模、资产期限等公司特征因素与债务期限结构的关系而展开研究的，公司治理结构对债务期限结构的影响近年来才得到部分学者的关注。

在探讨公司治理结构对债务期限结构影响的研究中，国内学者对研究样本没有进行企业性质的区分。事实上，国有企业和民营企业公司治理结构不尽相同，笼统地进行实证研究可能会使研究结果偏离实际。在这种研究背景下，本文选取民营上市公司为样本，结合中国特有的制度背景，对公司治理结构和债务期限结构的关系进行研究。

本文首先回顾了国外学者关于债务期限结构的四大经典理论，并综述了国内外学者关于债务期限结构影响因素的实证研究成果；接着分析了我国民营上市公司治理结构和债务期限结构现状并结合中国的制度背景分析这种现状背后的原因；然后在已有的研究基础之上理论推演我国民营上市公司治理结构对债务期限结构的影响，采用 2009-2011 年度中国非金融民营上市公司的面板数据，运用混合普通最小二乘法实证检验了公司治理结构对债务期限结构的影响并得出结论：治理水平高的公司具有相对多的长期债务，反之亦然；最后提出了三项政策性建议，指出本文研究的局限性并对未来的研究方向进行展望。

**关键词** 公司治理结构；债务期限结构；民营上市公司

## Abstract

Capital structure has been the focus of research in the finance field since Modigliani and Miller put forward the innovative MM theory in 1958. With the continuous expansion of the research level and in-depth, the debt maturity structure is becoming a new area of research on the capital structure. Since 1970s, foreign scholars began to study the debt maturity structure and achieved fruitful results. However, domestic scholars have just begun the research of the above area. What is more, most of the studies are around the relationship between corporate characteristics and debt maturity structure. Until recently, some scholars have just begun to pay attention to the influence of corporate governance structure on debt maturity structure.

Among the studies of the impact of corporate governance structure on the debt maturity structure, domestic scholars did not distinguish the sample in aspect of corporate nature. In fact, the corporate governance structure of state-owned companies is different from private companies. If put together, errors would take place. Under this background, the author selects private listed companies as samples, combines with Chinese institutional background and studies the relationship between corporate governance structure and debt maturity structure.

The paper first reviews the four classical theories of the debt maturity structure, and summarizes results of empirical research of abroad and domestic on factors influencing the debt maturity structure; then analyzes the current situation of corporate governance structure and debt maturity structure of private listed companies of China, and explains its reasons combined with the institutional background. Following that, on the basis of existing research, the paper theoretically deduces the impact of corporate governance structure on the debt maturity structure of private listed companies in China. Using panel data of China's non-financial private listed companies from year 2009 to 2011, the author empirically tests the impact of corporate governance structure on the debt maturity structure and draws the conclusion: companies with a high level of governance have a relatively long-term

debt, and vice versa. At last, the paper concludes with three political recommendations, limitations of the research and outlook of the future research directions.

**Keywords:** Corporate Governance Structure; Debt Maturity Structure; Private Listed Companies

厦门大学博硕士论文摘要库

# 目录

<b>第一章 引言</b> .....	<b>1</b>
<b>1.1 研究背景与意义</b> .....	<b>1</b>
1.1.1 研究背景.....	1
1.1.2 研究意义.....	2
<b>1.2 相关概念界定</b> .....	<b>3</b>
1.2.1 民营上市公司.....	3
1.2.2 公司治理结构.....	3
1.2.3 债务期限结构.....	4
<b>1.3 研究框架</b> .....	<b>4</b>
<b>1.4 研究方法</b> .....	<b>6</b>
<b>1.5 本文创新点</b> .....	<b>6</b>
<b>第二章 文献综述</b> .....	<b>7</b>
<b>2.1 债务期限结构的基本理论研究综述</b> .....	<b>7</b>
2.1.1 代理成本理论.....	7
2.1.2 信息不对称理论.....	8
2.1.3 期限匹配理论.....	9
2.1.4 税收理论.....	10
<b>2.2 债务期限结构实证研究综述</b> .....	<b>10</b>
2.2.1 公司特征因素与债务期限结构.....	11
2.2.2 公司治理结构因素与债务期限结构.....	12
<b>2.3 文献评述</b> .....	<b>14</b>
<b>第三章 民营上市公司治理结构与债务期限结构现状分析</b> .....	<b>15</b>
<b>3.1 民营上市公司治理结构现状分析</b> .....	<b>16</b>
3.1.1 民营上市公司的股权结构特征.....	16
3.1.2 民营上市公司的董事会特征.....	19
3.1.3 民营上市公司的监事会特征.....	21



3.2 民营上市公司债务期限结构现状分析 .....	22
3.2.1 民营上市公司债务期限结构总体特征及趋势分析.....	22
3.2.2 民营上市公司长期债务的构成分析.....	24
3.2.3 民营上市公司债务期限结构的行业差异分析.....	26
<b>第四章 民营上市公司治理结构对债务期限结构影响的理论分析.....</b>	<b>27</b>
<b>4.1 股权结构特征与债务期限结构 .....</b>	<b>28</b>
4.1.1 终极控制股东控制权与债务期限结构.....	28
4.1.2 终极控制股东控制权与现金流权的分离程度与债务期限结构.....	29
<b>4.2 董事会特征与债务期限结构 .....</b>	<b>30</b>
4.2.1 董事会规模与债务期限结构.....	30
4.2.2 独立董事比例与债务期限结构.....	31
4.2.3 领导结构与债务期限结构.....	31
<b>4.3 监事会特征与债务期限结构 .....</b>	<b>31</b>
<b>第五章 实证检验与分析 .....</b>	<b>33</b>
<b>5.1 研究假设 .....</b>	<b>33</b>
<b>5.2 变量定义 .....</b>	<b>33</b>
5.2.1 被解释变量.....	33
5.2.2 解释变量.....	34
5.2.3 控制变量.....	35
<b>5.3 数据来源和样本选择 .....</b>	<b>37</b>
5.3.1 数据来源.....	37
5.3.2 样本选择.....	37
<b>5.4 模型设计 .....</b>	<b>39</b>
<b>5.5 实证分析 .....</b>	<b>40</b>
5.5.1 描述性统计.....	40
5.5.2 相关性分析.....	42
5.5.3 回归分析.....	44

<b>第六章 研究结论、政策性建议及展望 .....</b>	<b>48</b>
<b>6.1 研究结论 .....</b>	<b>48</b>
<b>6.2 政策性建议 .....</b>	<b>49</b>
6.2.1 健全投资者保护体制.....	49
6.2.2 完善董事会制度和监事会制度.....	49
6.2.3 大力发展债券市场.....	50
<b>6.3 研究局限性和后续研究展望 .....</b>	<b>50</b>
6.3.1 研究局限性.....	50
6.3.2 后续研究展望.....	51
<b>参考文献.....</b>	<b>52</b>
<b>致谢.....</b>	<b>56</b>

厦门大学博硕士学位论文摘要库

# Table of Contents

<b>Chapter 1 Introduction.....</b>	<b>1</b>
<b>1.1 Research Background and Significance.....</b>	<b>1</b>
1.1.1 Research Background .....	1
1.1.2 Research Significance .....	2
<b>1.2 Definition of Relative Concepts .....</b>	<b>3</b>
1.2.1 Private Listed Company.....	3
1.2.2 Corporate Governance Structure.....	3
1.2.3 Debt Maturity Structure .....	4
<b>1.3 Research Framework.....</b>	<b>4</b>
<b>1.4 Research Method.....</b>	<b>5</b>
<b>1.5 Innovations .....</b>	<b>6</b>
<b>Chapter 2 Review of Literature.....</b>	<b>7</b>
<b>2.1 Literature on Basic Theories of Debt Maturity Structure .....</b>	<b>7</b>
2.1.1 Agency Cost Theory.....	7
2.1.2 Asymmetric Information Theory .....	8
2.1.3 Matching Theory.....	9
2.1.4 Tax Theory .....	9
<b>2.2 Literature on Empirical Study of Debt Maturity Structure .....</b>	<b>10</b>
2.2.1 Corporate Characteristics and Debt Maturity Structure.....	11
2.2.2 Corporate Governance Structure and Debt Maturity Structure .....	12
<b>2.3 Literature Review .....</b>	<b>13</b>
<b>Chapter 3 Current Situation of Corporate Governance Structure</b> <b>and Debt Maturity Structure of Private Listed Companies .....</b>	<b>15</b>
<b>3.1 Current Situation Analysis of Corporate Governance Structure.....</b>	<b>16</b>
3.1.1 Ownership Structure Characteristics of Private Listed Companies .....	16
3.1.2 Board Characteristics of Private Listed Companies .....	19

3.1.3 Board of Supervisors Characteristics of Private Listed Companies .....	21
<b>3.2 Current Situation Analysis of Debt Maturity Structure .....</b>	<b>22</b>
3.2.1 Analysis on General Characteristics and Trend of Debt Maturity Structure .....	22
3.2.2 Analysis on Long Debt Constitutes.....	24
3.2.3 Analysis on Industry Difference of Debt Maturity Structure.....	26
 <b>Chapter 4 Theoretical Analysis on how Corporate Governance Structure Affect Debt Maturity Structure of Private Listed Companies .....</b>	 <b>27</b>
<b>4.1 Ownership Structure Characteristics and Debt Maturity Structure .....</b>	<b>28</b>
4.1.1 Control Right of Ultimate Controlling Shareholder and Debt Maturity Structure .....	28
4.1.2 The Separation Degree of Control Right and Cash Flow Right of Ultimate Controlling Shareholder and Debt Maturity Structure.....	29
<b>4.2 Board of Directors Characteristics and Debt Maturity Structure .....</b>	<b>30</b>
4.2.1 Board Size and Debt Maturity Structure.....	30
4.2.2 Independent Directors Rate and Debt Maturity Structure .....	31
4.2.3 Leadership Structure and Debt Maturity Structure .....	31
<b>4.3 Board of Supervisors Characteristics and Debt Maturity Structure .....</b>	<b>31</b>
 <b>Chapter 5 Empirical Test and Analysis .....</b>	 <b>33</b>
<b>5.1 Research Hypothesis .....</b>	<b>33</b>
<b>5.2 Variables Definition .....</b>	<b>33</b>
5.2.1 Dependent Variable.....	33
5.2.2 Independent Variables.....	34
5.2.3 Control Variables .....	35
<b>5.3 Data Sources and Sample Selection.....</b>	<b>37</b>
5.3.1 Data Sources .....	37
5.3.2 Sample Selection.....	37

<b>5.4 Model Design .....</b>	<b>39</b>
<b>5.5 Empirical Analysis .....</b>	<b>40</b>
5.5.1 Descriptive Statistics.....	40
5.5.2 Correlation Analysis.....	42
5.5.3 Regression Analysis .....	44
<b>Chapter 6 Conclusion, Political Suggestions and Outlook .....</b>	<b>48</b>
<b>6.1 Research Conclusion.....</b>	<b>48</b>
<b>6.2 Political Suggestions.....</b>	<b>49</b>
6.2.1 Sounding Investor Protection Mechanisms .....	49
6.2.2 Improving the Board of Directors and Supervisors Systems .....	49
6.2.3 Fully Developing the Bond Market .....	50
<b>6.3 Reserch Limitations and Future Research Outlook .....</b>	<b>50</b>
6.3.1 Reserch Limitations .....	50
6.3.2 Future Research Outlook .....	51
<b>References. ....</b>	<b>52</b>
<b>Acknowledgements .....</b>	<b>56</b>

厦门大学博硕士学位论文摘要库

## 第一章 引言

### 1.1 研究背景与意义

#### 1.1.1 研究背景

改革开放以来,我国民营经济迅猛发展,在我国国民经济的重要地位已经有目共睹。全国工商联主编的《2009 年中国民营经济发展分析报告》显示,我国民营经济的地位和作用在“十一五”期间发生了历史性的变化,民营经济已成为国民经济的重要组成部分,在对就业渠道的拓展、国家税收的增加和对外贸易的促进等方面发挥着越来越大的作用。报告同时指出,目前民营经济产值已经超过国有经济,占全国 GDP 的比重已达到 65%,并且在年度经济增量的比重已超过 70%,成为中国经济发展的最大动力。

伴随着民营经济的蓬勃发展,一大批民营企业如雨后春笋般迅速成长起来。在不断发展壮大过程中,一些问题也相伴而生,比如融资问题。究竟以多大比例进行权益和债务融资即如何确定企业的资本结构以实现企业价值最大化是决策者首先需要解决的问题。其次,当企业采取债务方式筹资时,将面临长期债务和短期债务的选择和搭配,即债务期限结构的选择问题。

近年来,很多大型企业集团纷纷深陷财务危机甚至破产清算,其中既有国外汽车业巨头通用和克莱斯勒,也有国内民营企业德隆系和三九集团。究其原因,主要是资产负债率高,债务期限结构不合理,短融长投现象严重。债务期限结构逐渐成为企业债务融资决策所要考虑到重要问题。

早在 20 世纪 70 年代国外学者就已经开始研究债务期限结构问题,因此关于债务期限结构的相关理论已经比较成熟,最主要的有代理成本理论、信息不对称理论、税收理论和期限匹配理论。80 年代末,国外学者开始把目光转向公司治理结构背景领域,研究不同期限债务的公司治理结构效应以及公司治理结构对债务期限结构的影响,如 Jensen (1986), Hart-Moore (1995), Datta et al. (2005) 以及 Pedro J Garcia-Teruel 和 Pedro Martinez-Solano (2006) 的研究。相比与国外,我国这方面的研究起步较晚,也不够深入,主要集中于公司特征对债务期限结构的影响,如公司规模、成长性、资产期限、公司质量等。近年来,也有部分学者

开始探索公司治理结构与债务期限结构的关系，如杨兴全和梅波（2008），肖作平（2009）以及王凯凯和贾延宁（2009）的研究，他们的研究样本主要选取国内A股上市公司，没有对民营上市公司进行单独研究。本文将在以往学者的研究基础上，结合中国特有的制度背景对民营上市公司治理结构与债务期限结构的关系进行深入研究，以期得到更多的研究成果。

### 1.1.2 研究意义

当前，我国正处于经济转轨时期，存在着特殊的制度背景。例如，投资者保护机制不健全；公司存在终极控制股东，通过各种“增强控制机制”侵占外部投资者（中小股东和债权人）的现象屡屡发生；资本市场出现结构性失衡，股票市场迅猛发展扩张，债券市场却发展缓慢；中国的接管市场、经理人市场等外部治理机制弱化。相比于国有企业，民营企业作为社会主义市场经济中一个较为独立的主体，受这种制度背景的影响程度更深，这就为检验公司治理结构与债务期限结构提供了一个难得的机会。研究目前我国民营上市公司治理结构对债务期限结构的影响有着重要的理论意义和现实意义。

#### 1.1.2.1 理论意义

我国对企业的资本结构理论已经有很深入的探讨并取得了丰硕的研究成果，但对债务期限结构的研究起步比较晚，研究也仅限于对公司特征与债务期限结构的关系探讨，对公司治理结构的因素鲜有涉及；并且，在研究对象上，往往将民营企业与非民营企业一视同仁，忽略了两个主体的差异性，可能会对研究结果造成影响。本文在以往学者的研究基础上，结合中国特有的制度背景理论推演和探讨我国民营上市公司治理结构对债务期限结构的影响，并进行实证检验，为认识我国民营上市公司治理结构对债务期限结构选择的影响提供证据，同时拓展和丰富公司融资理论，特别是债务期限结构理论的理论体系，并且为公司治理结构的设计、债务期限结构的优化等提供理论依据。

#### 1.1.2.2 现实意义

合适的债务期限结构对民营上市公司的生存和发展至关重要，可以降低公司的财务风险，提高企业价值。长期以来，我国民营上市公司偏好股权融资，债务融资中，短期负债的比例竟然超过85%。结合中国民营上市面临的特殊制度背景，



Degree papers are in the "[Xiamen University Electronic Theses and Dissertations Database](#)". Full texts are available in the following ways:

1. If your library is a CALIS member libraries, please log on <http://etd.calis.edu.cn/> and submit requests online, or consult the interlibrary loan department in your library.
2. For users of non-CALIS member libraries, please mail to [etd@xmu.edu.cn](mailto:etd@xmu.edu.cn) for delivery details.

厦门大学博硕士论文摘要库