

学校编码: 10384

分类号_____密级_____

学号: X2005141011

UDC _____

廈門大學

碩 士 学 位 论 文

上市公司资本结构与公司治理结构互动关系研究

The Relationship of Capital Structure and Corporate
Governance about the Listed Companies

丁 洁

指导教师姓名: 林民书 教授

专 业 名 称: 政治经济学

论文提交日期:

论文答辩时间:

学位授予日期:

答辩委员会主席: _____

评 阅 人: _____

2008年5月

厦门大学学位论文原创性声明

兹呈交的学位论文，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的其他个人或集体的研究成果，均在文中以明确方式标明。本人依法享有和承担由此论文产生的权利和责任。

声明人（签名）：

年 月 日

厦门大学学位论文著作权使用声明

本人完全了解厦门大学有关保留、使用学位论文的规定。厦门大学有权保留并向国家主管部门或其指定机构送交论文的纸质版和电子版，有权将学位论文用于非赢利目的的少量复制并允许论文进入学校图书馆被查阅，有权将学位论文的内容编入有关数据库进行检索，有权将学位论文的标题和摘要汇编出版。保密的学位论文在解密后适用本规定。

本学位论文属于

1、保密（ ），在 年解密后适用本授权书。

2、不保密（ ）

（请在以上相应括号内打“√”）

作者签名： 日期： 年 月 日

导师签名： 日期： 年 月 日

摘要

企业不同资金来源的组合产生了不同的资本结构,而资本结构背后反映的是相关利益主体、股东、债权人与公司之间不同的利益关系。早期的资本结构研究主要是描述资本结构与公司价值或市场绩效表现之间的关系,缺乏严密的理论推导和实证检验。现代资本结构理论虽然逻辑严密,但主要是研究税收和破产成本等公司外部因素对资本结构和公司价值的影响。后现代资本结构理论把公司治理的制度性安排引入资本结构的研究中,从而把资本结构问题的研究推进到了一个新的阶段。公司治理对公司发展是至关重要的,不同的治理结构对公司的资本结构会造成不同的影响。合理的公司治理模式可以优化资本结构;适当的资本结构选择又可以促进公司治理结构的改善,提高公司治理效率。

目前,我国上市公司在资本结构方面存在诸多缺陷,在公司治理方面也存在一系列的不足,这使得上市公司的治理绩效也不尽如人意。为了更好地构建最优资本结构、最佳公司治理结构,实现企业价值最大化,我们必须清楚地了解资本结构与公司治理的内在联系,从优化上市公司的资本结构和公司治理两个方面着手,提高公司治理效率,促进我国现代企业改革的顺利进行。

本文根据社会主义市场经济的要求,借鉴国际经验,综合运用交易成本理论、委托代理理论、资本结构契约理论等现代经济学理论的分析方法和分析技术,对我国上市公司的资本结构治理效应进行深入、系统的研究。本文循着资本结构理论发展的基本轨迹,在分析我国资本结构以及公司治理现状的基础上,借鉴吸收前人的研究成果,系统地探讨了我国上市公司资本结构与公司治理结构的互动关系。研究目的在于为公司资本结构和公司治理结构的研究提供一种新的方法和思路,为我国上市公司的资本结构治理和公司治理提供借鉴。

在研究资本结构如何影响公司治理结构时,本文主要是从股权结构和债务结构两方面着手。研究认为,股权资本对公司治理的影响主要体现在公司治理结构的安排上,不同的股权结构决定了不同的股东大会监控机制、董事会及监事会人选和工作效率,以及不同的经理层安排。负债资本对公司治理的影响主要体现在负债的硬约束特性,不同的债务结构会形成不同的激励机制和约束机制。

在研究公司治理如何影响企业资本结构类型(债务比率高和低)时,文章收集了1000家上市公司2003-2006年的相关数据,采用实证研究的方法进行分析。本研究的

实证结论支持了论文的研究假设，即当企业的公司治理水平高时，管理者受到更严格的监督，控股股东的机会主义行为受到限制，公司可能使用较高的负债。

在上述两方面研究的基础上，本文还就我国上市公司存在的问题，提出了诸多具有建设性的优化建议来提高上市公司的治理效应。

关键词：资本结构；公司治理；治理结构

厦门大学博硕士论文摘要库

Abstract

The different capital structure is composed by the different resource of the capital. The capital structure reflects the different relationships of stock holders, the creditor; the related subjects and the corporate. Early capital structure research mainly described the relationship between capital structure and corporate value or market performance lacking strict theoretical deduction and empirical test. Although modern capital structure theory has a strict logic, its primary research subject is the impacts on capital structure and corporate value caused by firm's external factors as tax and bankrupt cost, etc. And post-modern capital structure theory introduces institutional arrangement of corporate governance to the study of the capital structure, which has advanced the issue of capital structure research to a new stage. The corporate governance is very important to the corporate development. Different governance structure influences the capital structure differently. The appropriate corporate governance structure can optimize the capital structure; the appropriate capital structure can ameliorate the corporate governance structure, and increase the efficiency of the corporate governance.

Recently, there are lots of deficiencies in the capital structure and the corporate governance about the listed companies in China which made the performance of the corporate governance is discontented. In order to construct the optimal capital structure, construct the best corporate governance, maximizing the corporate value, the first thing we should do is to find out the inner relationship of the capital structure and the corporate governance. Then increasing the efficiency in corporate performance, promote the progress of the modern enterprises reformation smoothly from the two aspects---optimize the capital structure and corporate governance.

On the base of the requirement of the modern socialist market economy, this essay will make use of the analytical method and technique of the modern economics theory, such as the International business management experience and synthetically use the transaction cost theory, principle-agency theory, capital structure contract theory, in order to make a thorough and systematic research of the governance effect of capital structure. This paper discussed about the correlation ship of capital structure and corporate governance about the

Listed Companies in China following the paces of development of capital structure theory, absorbing others' experience and lessons and using empirical research as the main method. The purpose of this essay is to provide a new method for the research of the capital structure and corporate governance structure; Analyze and determinate the actuality of the corporate governance structure in Chinese listed company. In the meantime, this essay put some attentions to the determination of the impacting factors of the capital structure of the listed companies; Provide some political reference for the capital structure governance and corporate governance.

This paper discussed how the capital structure influences the corporate governance structure from the 2 aspects- equity financing & liability financing. It is considered that the ownership capital influence the corporate governance on the arrangement of the corporate governance structure. The ownership structure decides the monitoring mechanism, the efficiency of the directorate and the board of supervisors, and the arrangement of the manager layers. The liability capital will decide the stimulation of the manager and the constraint mechanism

When do the research of how the corporate governance structure influence the type of capital structure, the paper selected the data from the year 2003 to 2006 annual reports about 1000 listed companies as the sample. After using the empirical analysis method to discuss the correlation ship of the capital structure and the corporate governance structure, we found that the high level of the governance, the stricter supervise to the manager; the more restrictions to the majority stockholder, the high debt the corporate used.

On the basis of those two aspects, lots of the constructive suggestions are proposed in the end of the paper.

Keywords: Capital Structure ; Corporate Governance; Governance Structure .

目 录

摘 要	I
Abstract	III
第 1 章 绪论	1
1.1 课题研究背景及意义	1
1.2 国内外研究现状	2
1.3 研究思路与内容	3
1.4 研究方法	4
1.5 本文创新	4
第 2 章 西方资本结构理论评述及我国上市公司资本结构特征	5
2.1 资本结构的概念界定	5
2.2 西方资本结构理论评述	5
2.3 西方现代资本结构理论的特点及对我国的启示	15
第 3 章 公司治理理论及我国上市公司治理的现状和问题	22
3.1 公司治理的定义	22
3.2 经典的公司治理理论	24
3.3 公司治理模式及我国上市公司治理的现状和问题	26
第 4 章 资本结构对公司治理结构的影响	33
4.1 资本结构与公司治理结构的因果关系	33
4.2 资本结构治理效应的理论分析	34
4.3 我国上市公司资本结构治理效应的现状分析	38
第 5 章 我国上市公司公司治理影响资本结构类型的实证分析	42
5.1 研究假设	43
5.2 实证研究	50
5.3 样本选择和数据来源	53
5.4 实证结论及分析	53

第 6 章 完善我国上市公司资本结构和治理结构的相关措施	63
6.1 巩固和扩大股改成果，进一步推动资本市场发展.....	63
6.2 改革提高公司治理水平，加强对相关利益主体的监管.....	64
6.3 发展经理人市场，建立与市场化薪酬体系相适应的经营者人事制度.....	65
6.4 实行股票期权制度激励管理绩效	65
6.5 发展企业债券市场平衡上市公司资本结构.....	66
6.6 加强银行在公司治理结构中的作用	67
6.7 提高上市公司的信息披露质量	68
6.8 完善上市公司治理中的独立董事制度.....	69
第 7 章 结 论.....	71
7.1 本文研究体系概览	71
7.2 本文研究成果的局限性	72
参考文献.....	73

Catalogue

Abstract (chinese)	I
Abstract (english)	III
Chapter 1 Introduction	1
Section 1 background and signification of the text.....	1
Section 2 researching background in different countries.....	2
Section 3 the routes and contents of research	3
Section 4 the methods of research.....	4
Section 5 innovation of the text.....	4
Chapter 2 the capital structure theories in western countries and the capital structure character of the listed companies in China	5
Section 1 the conception of capital structure.....	5
Section 2 the capital structure theories in western countries.....	5
Section 3 the character of the capital structure theories in western countries and the revelation to china.....	15
Chapter 3 the corporate governance theories and deficiencies of the corporate governance about the listed companies in China ...	22
Section 1 the conception of the corporate governance.....	22
Section 2 the classic theories of the corporate governance	24
Section 3 the patterns of the corporate governance and deficiencies of the corporate governance about the listed companies in China	26
Chapter 4 the infections of the capital structure to the corporate governance	33
Section 1 the consequence between the capital structure and the corporate governance structure.....	33
Section 2 the analysis of the infections of the capital structure to the corporate governance.....	34
Section 3 the analysis of the infections of the capital structure to the corporate governance about the listed companies in China	38

Chapter 5	the demonstration of the infections of the corporate governance to the capital structure.....	42
Section 1	hypothesis of the research.....	43
Section 2	demonstration.....	50
Section 3	selection of stylebook and the source of data.....	53
Section 4	conclusion and analysis.....	53
Chapter 6	the measures to perfect the capital structure and the corporate governance structure about the listed companies in China.....	63
Section 1	consolidate and extend the performance and promote capital market have more development.....	63
Section 2	enhance the corporate governance level and advance the management to benefit main body.....	64
Section 3	develop the handlers market and set up the operator system which is fit for the reward system.....	65
Section 4	inspirit the corporate governance performance	65
Section 5	develop the bond market and balance the capital structure about the listed companies in China.....	66
Section 6	enhance the effect of bank in the corporate governance structure about the listed companies in China.....	67
Section 7	enhance the quality of throwing the daylight on the information of the listed company	68
Section 8	perfect the independent director system in the corporate governance about the listed companies in China.....	69
Chapter 7	conclusion.....	71
Section 1	general researching system of the text.....	71
Section 2	localization of the text.....	72
Reference.....		73

第 1 章 绪论

1.1 课题研究背景及意义

公司制企业的迅猛发展，使公司治理成为我国理论界探讨的一个重要课题。这并非一种偶然现象，即使是公司制企业存在历史已近 200 年的西方国家，仍然热衷于研究公司治理理论。国外较为系统地研究公司治理是从 20 世纪 70 年代开始的，早期的公司治理理论主要是研究董事会、监事会、股东大会之间的制衡机制以及它们与经理层之间的关系。随后，公司治理理论的内涵和外延都有了新的发展，出现了关注股东利益保护的公司治理理论和利益相关者共同治理的理论等。

我国学者对资本结构的研究始于 1994 年，并且随着企业改革的不断深入发展，企业的治理结构得到了逐步发展，但却出现了不少的问题。这些问题严重地阻碍了我国上市公司和资本市场的健康发展。几年前，我们主要是以美国为典范，认为美国的公司治理结构十分规范，其内部制衡力量能够保证上市公司如实披露信息，从而保证资本市场的透明度。而随后的安然事件、世通事件，让我国学术界也开始意识到美国的上市公司同样存在严重的制度缺陷。因此，如何构建一个规范的治理结构，仍是一个需要我们认真研究的问题。

资本结构决策是企业融资决策的核心问题，它直接决定企业融资方式的选择及各种融资方式所占比例，从而影响股东、债权人、经理人等相关利益主体对企业控制的程度。当引入信息不对称后，不同的资本结构设计影响了公司的治理成本，导致了不同的公司业绩。由此，企业可以通过资本结构的调整与变动来防止经理人对公司利益的侵占，限制大股东对中小股东和债权人利益的侵占，从而对公司治理的实施与绩效产生不同的影响。也就是说，资本结构可以通过股权和债权特有作用的发挥及其合理配置来协调出资人和经营者之间、出资人内部股东与债权人之间的利益和行为。

另一方面，公司治理结构同样会影响公司对融资方式的选择，进而决定公司的资本结构。不同的治理结构下，公司的所有权和控制权在不同权益主体之间的配置和分布不同，拥有决策控制权的各权益主体必然会运用自己所掌握的权力对公司融资方式的选择施加影响，以维护各自的利益。

资本结构与公司治理的关系正如米勒教授所言：适当资本结构的选择可促进公司治理结构的完善、提高治理效率，而好的治理结构又能确保公司治理层得到正好为其投资所需但又不是更多的资金来完成有利可图的项目。

从目前的研究现状看,国内外学者大都致力于研究公司治理或是资本结构对公司业绩的影响,对资本结构与公司治理两者关系的研究较少。而在研究两者关系的文献中,主要探讨的是资本结构如何决定公司治理的问题,较少有学者将目光放在公司治理如何影响资本结构类型上。然而,资本结构与公司治理是互动影响的,在没有弄清二者关系的前提下,单就其中任何一方面研究得到的结论都是片面的。

从研究背景看,我国存在特殊的制度背景,如股权结构独特、公司治理机制有缺陷等。总体上说,我国上市公司的治理水平较弱,资产负债率偏低。那么,我国上市公司的资本结构与公司治理到底是怎样相互影响的;股权资本与债权资本是怎样影响公司治理结构的;董事会、管理层是根据什么选择企业融资方式的;公司内部治理和外部治理是如何影响企业资本结构类型的等诸如此类的问题还有待理论分析和实证检验。

1.2 国内外研究现状

研究治理结构和资本结构之间关系比较著名的模型有: Jensen 和 Meckling 的代理成本理论模型; Harris 和 Raviv 的债务缓和模型; Grossman 和 Hart 的债务担保模型; 通过债务比例传递信息的 Ross 模型; 通过内部人持股比例传递信号的 Leland 和 Pyle 模型等。

关于资本结构对公司治理影响的研究目前主要是从股权资本结构与债权资本结构两方面来分析。国内外对股权结构的研究主要从股权集中度、股权类型以及内部人控制三方面着手。国内对于负债融资影响公司治理的研究较少,主要认为债务的代理成本会产生两种相反的效应。第一种效应表现为: 由于企业股东受到有限责任的保护,破产线以下的损失完全由债权人承担,但是如果经营成功则所有的超额利润全部由股东和经理人所享有。在这样的情况下,股东和经理人有强烈的选择高风险项目的动机,从而损害债权人的利益。另一种效应主要表现为: 从声誉角度出发,公司或经理倾向于选择相对安全、能保证还清债务的项目,而不是真正价值最大化的项目。

国内外关于公司治理对资本结构影响的研究都有两条相同的线索,一条线索(股东控制模式)强调公司内部产权安排(大股东治理、机构投资者、管理层持股、独立董事)的重要性,称为内部治理机制;另外一条线索(市场控制模式)是强调外部治理机制(债权人、公司控制权市场、经理人市场、产品要素市场等)对于在职经理的约束,称为外部治理机制。公司内部、外部治理机制对于资本结构都有着非常明显的影响。

上述研究为我们研究公司治理与资本结构提供了很好的理论基础,但这些理论中又

存在着自身的不足：

首先，国外学者对公司治理与资本结构的研究多是基于各种假设条件下进行的，研究背景也与我国有较显著的差异。然而国内一些学者还是照搬西方的成熟理论来研究我国企业问题，因为前提和背景的不完全一致，也因为中国资本市场的特殊性以及市场效率问题等原因，使研究结论的应用范围受到了一定的限制，以至于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，做出更令人信服的解释。

其次，在我国，虽然一些学者也在研究公司治理与资本结构的关系问题，然而，出发的角度多是研究资本结构的影响因素、公司治理的影响因素等，或是研究资本结构对公司治理效率的影响，专门研究公司治理与资本结构的互动关系的较少，并且这些为数不多的研究也存在以下缺憾：一是现有研究都只涉及部分甚至个别公司治理变量，缺乏系统性和完整性；二是大量的研究都集中于股权结构以及股权激励方面，有关董事会特征对资本结构影响的研究为数不多，对于公司治理如何影响资本结构类型的研究也没有得到统一的结论。而上市公司资本结构与公司治理之间是相互影响的，理清两者的关系对于相关研究是具有重要意义的。

1.3 研究思路与内容

本文以我国资本结构现状及存在问题为切入点，通过回顾资本结构和公司治理理论的历史发展，比较三种典型的公司治理模式（英美模式、德日模式和东南亚模式）与我国现存的公司治理模式的差异，从资本结构对公司治理结构的影响和公司治理对资本结构类型的影响两方面进行研究，弄清资本结构与公司治理的互动关系。以我国上市公司为例，结合制度转型期经济社会的特征，探讨实现上市公司资本结构优化和完善公司治理结构的有效路径。全文共分为七章：

第一章，绪论；

第二章，国内外资本结构理论评述及我国上市公司资本结构特征。首先对资本结构的理论发展进行简要的回顾与评价，而后分析我国上市公司资本结构特征及存在问题；

第三章，公司治理理论及我国上市公司治理的现状和问题。首先明确公司治理概念，然后分析比较了国外三种典型的公司治理模式----英美模式、德日模式和东亚模式，在此基础上总结了我国公司治理的特点，发现目前我国公司治理中存在的问题；

第四章，资本结构对公司治理结构的影响。影响公司治理结构的因素有很多，其中

股权结构、债务融资是公司治理结构的主要影响因素。本章着重从理论上分析股权集中度、股东构成以及债务构成与公司治理结构的关系；

第五章，我国上市公司治理影响资本结构类型的实证研究。本章主要运用主成份分析法、因子分析法、logit 回归分析方法，分别从股权集中度、公司控制权、股东身份、董事会特征、产品竞争等角度，实证研究公司治理与资本结构类型的关系，以及各控制变量与资本结构类型的相关关系；

第六章，完善我国上市公司资本结构和治理结构的相关措施。根据上述理论分析与实证分析所得出的结论提出若干建议，为优化我国上市公司资本结构和完善公司治理结构提供借鉴与启示；

第七章，结论。

1.4 研究方法

本文主要采用规范分析和定性分析的方法，通过对企业制度演进中的资本结构与公司治理的历史与现状、国内与国外、纵向与横向的综合比较分析，探究资本结构与公司治理的关系。具体研究方法包括比较分析方法、归纳演绎方法、实证分析方法。

1.比较分析法。本文拟在描述分析中，将统计数据同时与西方上市公司的情况作比较。

2.实证分析法。本文运用实证分析对上市公司治理与资本结构类型关系进行统计描述和检验，选取股权结构、董事会特征、产品竞争等指标为解释变量，以资本结构中值为界限将资本结构划分为高低两类为被解释变量，在相关控制变量影响下，先采用因子分析提取主成份，而后采用 Logit 统计分析方法对数据进行分析。

1.5 本文创新

目前，国内外许多学者研究了公司治理结构对公司业绩的影响，也有不少理论分析了资本结构是怎样影响公司治理结构的，但对公司治理如何影响资本结构类型的研究不多，并且没有得到统一的结论。本文则是在吸收和借鉴国内外学者关于资本结构理论、公司治理理论研究的基础上，选取我国上市公司为样本，采用实证研究方法，分析了公司治理是怎样影响资本结构类型的。

本文采用的实证方法包括描述性统计分析、因子分析、回归分析等三种数理统计工具，使文章整体结构更趋完整，实证结论更具说服力。

第2章 西方资本结构理论评述及我国上市公司资本结构特征

2.1 资本结构的概念界定

融资中最古老和最重要的问题之一就是企业是怎样获得投资所需要的资金,影响这种选择的原因是什么以及投资资金是如何运作的。这个问题也就是“资本结构(Capital Structure)”问题。广义的讲,资本结构是企业各种资本的构成及其比例关系。即:资本结构既包括债务资本和股权资本之间的比例关系,还包括两种资本的内部结构和构成,即股权资本结构和债务资本结构。

还有一种解释认为资本结构仅指负债与权益资本的比例关系,在这种概念中包含两种观点,一种观点把资本结构定义为长期负债与权益资本之间的比例关系,通常用杠杆比率(沈艺峰,1999^[1])反映。另外一种观点把资本结构定义为所有负债与权益资本之间的比例关系,通常用资产负债率来描述(张维迎,1995^[2];傅元略,1999^[3])。两种观点的差异主要体现在是否将短期负债包括在资本结构考察的范围之内。前种观点认为只有长期负债才具有税差效应和负债约束功能,因而应把短期负债排除在资本结构之外。而后一种观点认为所有负债都具有同样的效应和功能,尤其是在我国,由于长期贷款审批极为严格,很多企业无法获得能够长期使用的资金,因而企业普遍选择将短期贷款展期使用来满足其对资金的需求。所以说,在我国,短期负债具有和长期负债一样的效用,应该包含在资本结构中。

总体而言,包含了各种资本构成和比例关系的资本结构为广义概念,而仅指负债与权益资本比例关系的资本结构为狭义概念,两者具有包容关系。本文中出现的资本结构是广义概念。

2.2 西方资本结构理论评述

资本结构理论所研究的基本问题是企业资本结构与企业市场价值之间的关系。企业的资本结构是由于企业采取不同的筹资方式形成的,表现为企业长期资本的构成及其比例关系即企业资产负债表右方的长期负债、优先股、普通股权益的结构。各种筹资方式及其不同组合类型决定着企业的资本结构及其变化。资本结构的变化与企业价值具有怎样的关系?当企业资本结构处于什么状态能使企业价值最大?这种关系构成了资本结构理论的焦点。国内外财务学界围绕这一焦点问题展开了全面而又深入的研究,先后形成了许多不同的资本结构理论。这些资本结构理论通常被分为传统的资本结构理论和

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 for delivery details.

厦门大学博硕士论文摘要库