



Y1733256

苏州大学学位论文使用授权声明

本人完全了解苏州大学关于收集、保存和使用学位论文的规定，即：学位论文著作权归属苏州大学。本学位论文电子文档的内容和纸质论文的内容相一致。苏州大学有权向国家图书馆、中国社科院文献信息情报中心、中国科学技术信息研究所（含万方数据电子出版社）、中国学术期刊（光盘版）电子杂志社送交本学位论文的复印件和电子文档，允许论文被查阅和借阅，可以采用影印、缩印或其他复制手段保存和汇编学位论文，可以将学位论文的全部或部分内容编入有关数据库进行检索。

涉密论文

本学位论文属 _____ 在 _____ 年 _____ 月解密后适用本规定。

非涉密论文

论文作者签名： 温笛单 日期： 2010.4.1

导师签名： 俞卫平 日期： 2010.4.1



中文提要

如何选择恰当的债务期限结构是企业融资决策中必须面对的问题，长期债务和短期债务的不同选择关系到企业的债务成本、债务偿还计划和代理成本等，选择不当可能会给企业带来严重的财务危机。近年来，个别国内学者围绕公司治理因素展开了对债务期限结构的研究，由于研究方法和数据选取的局限使得他们的研究结论并不一致，且研究视角也仅仅局限于公司治理方面的某一细节。本文试图以更全面的视角探讨两者关系。

本文首先全面梳理了围绕以债务期限结构为主题的研究现状，并以公司治理与债务期限结构的选择为重点进行了详尽的文献回顾。然后系统地分析了公司治理和债务期限结构选择的理论渊源，从我国上市公司的治理现状和债务期限结构的现实特点入手，并以此为基础进行了实证检验与分析，研究发现公司治理对债务期限结构的选择存在一定的影响，大部分研究结论得到了证实。最后，为建立一个合理的债务期限结构与高效率公司治理的协调发展机制，根据对研究结论的归纳并结合现实背景本文给出了相应的政策性建议。

关键词：公司治理 债务期限结构 实证研究

作 者：温贺军

指导老师：俞雪华

Study on the Impact of Corporate Governance Over the Debt Maturity Structure

Abstract

Every enterprise must face the issue of how to choose the debt maturity structure in the financial decision-making. The debt maturity structure is related to the cost of corporate debt, debt repayment plans and agency costs. The poor choice might bring a serious financial crisis. In recent years, some Chinese scholars began to study the debt maturity structure from the angle of corporate governance. But the conclusion of the study is not consistent because of the research methodology and limitation of data selection, and their research angle is limited to a particular aspect of corporate governance. This article attempts to explore the relationship between them from a more comprehensive angle.

In this paper, we first make a comprehensive summary of the study of debt maturity structure in recent years and pay more attention to the study of corporate governance and the debt maturity structure. Then we analyze the origin of the theory of corporate governance and debt maturity structure choice in a systematic way. The empirical tests are made under current situation of china in the fourth chapter, finally the study find a close relationship between corporate governance and the choice of debt maturity structure, and most of the research findings have been confirmed. According to the findings of the study, we give a number of policies to coordinate the link of corporate governance and debt maturity structure.

Key words: Corporate Governance; Debt Maturity Structure; Empirical Study

Written by: Wen hejun

Supervised by: Yu xuehua

目 录

第一章 绪 论	1
一、研究背景	1
二、研究意义	2
三、国内外研究现状	2
(一) 关于债务期限结构的基础问题研究	2
(二) 债务期限结构影响因素的经验研究	4
(三) 公司治理和债务期限结构之间关系研究	5
(四) 文献评述	6
四、本文的研究方法和结构安排	7
(一) 研究方法	7
(二) 结构安排	7
第二章 概念界定与理论基础	9
一、相关概念界定	9
(一) 公司治理	9
(二) 债务期限结构	10
二、理论基础	10
(一) 契约理论	10
(二) 代理成本理论	11
(三) 权衡理论	12
(四) 期限匹配理论	13
(五) 信息不对称理论	14
三、公司治理对债务期限结构的影响	15
第三章 我国上市公司治理现状与债务期限结构的特点	18
一、我国上市公司治理现状及存在的问题	18
(一) 我国上市公司治理现状	18
(二) 我国上市公司治理存在的问题	20
二、我国上市公司债务期限结构的特点	22

第四章 实证检验与分析	26
一、研究假设	26
(一) 股权结构与债务期限结构	26
(二) 董事会特征与债务期限结构	29
二、变量定义和实证模型设计	30
(一) 变量定义	30
(二) 实证模型设计	32
三、样本选择与数据来源	32
四、实证分析	33
(一) 描述性统计分析	33
(二) 因子分析	34
(三) 回归分析	36
第五章 结论、政策性建议及局限性	41
一、主要研究结论	41
二、政策性建议	42
(一) 优化股权结构	42
(二) 完善董事会制度	42
(三) 壮大债券市场	42
(四) 强化银行在公司治理中的作用	43
三、本研究的不足之处	43
四、后续研究展望	44
参考文献	45
攻读学位期间公开发表的论文	49
致 谢	50

第一章 绪论

一、研究背景

资金是企业生存、经营和发展的永恒主题之一。企业的发展史表明，任何企业都不可能完全依赖自有资金来满足企业发展的全部需要，外部股权性融资或债权性融资是解决企业发展中资金短缺问题的必然选择。当企业采取债务方式融资时，将面临长期债务和短期债务的选择与搭配——债务期限结构问题。由于债务期限结构影响到企业的财务风险和代理成本，因此与其价值最大化的财务目标紧密相关，债务期限结构的不当选择很可能使其濒临破产的边缘。近年来，我国多家依靠并购快速成长起来的著名企业集团因财务危机而陷入困境，其中既有民营大型企业如唐氏三兄弟的德隆集团，也有国有大型企业如三九集团等，它们发生财务危机的一个重要原因就是债务期限结构的不当选择。

早在20世纪70年代西方学者就已经开始研究债务期限结构问题。Merton于1974年在《金融杂志》第29期上发表了论文《公司债务的定价：利率结构的风险》，他在文中提出了“在完美的资本市场条件下，债务期限结构选择不会影响公司价值”的观点。然而现实的资本市场毕竟是不完美的，多数财务决策是在非充分竞争环境中展开的。后来学者们逐渐放宽了先前的研究假设，分别从不同角度对“债务期限结构价值无关论”做出了反驳，认为债务期限结构的选择不再是中性的，存在最优的债务期限结构使公司价值最大化，并形成了一批具有代表性的理论成果，西方债务期限结构的理论研究逐渐走向成熟。

借鉴国外已有的成果，国内学者围绕“债务期限”开展了相关研究，公司特征成为学者们一致的研究视角。他们实证检验了公司规模、所在行业、资产期限等因素与债务期限结构选择的关系，大部分研究结论将“债务期限结构”视为虚拟的治理工具，并认为应以公司经营对治理效应的需求作为债务期限结构的选择标准。换言之债务期限结构是在公司治理等特定环境下资金借贷双方融资博弈的自然结果，并形成公司治理的一部分，能够在一定程度上减轻代理冲突。然而债务期限结构的选择作为一种经营决策行为也一定会受到公司治理的影响，原因在于公司治理不仅会约束内部人的机会主义行为、降低代理冲突，还会影响资金提供者的债务契约设计，所以完善的公司治理有助于降低债务契约的履约成本，

从而影响债务期限结构的形成。可见前者对后者的影响更值得探究，然而却鲜见这方面的研究文献。因此本文试图通过考察转型经济背景下我国公司的治理特征，籍以研究公司治理对债务期限结构选择的影响。

二、研究意义

当前恰逢我国处于经济体制转轨时期，存在着特殊的制度背景，这就为检验公司治理和债务期限结构之间关系提供了难得的机会。因此从理论和实证的角度，探求我国企业的公司治理对债务期限结构的影响就显得十分必要。

第一，理论意义。本文将立足于传统债务期限结构理论模型与我国上市公司所处的制度背景的结合，理论推演和揭示公司治理和债务期限结构选择之间关系及作用机理，并进行实证检验，为认识公司治理对债务期限结构的影响提供更深入的证据。同时也能够拓展和充实现有的研究，丰富现代公司治理和财务理论体系，并为公司治理结构设计、债务政策的制定、债务期限结构的优化等提供理论依据。

第二，实用价值。对上市公司本身来说，寻找一个合理的债务期限结构与资本组成是公司生存与发展的必要条件，这意味着选择合理的债务融资结构，可以降低公司的运行成本和经营风险，也有利于投资者全面评估企业的财务状况，减少投资损失。因此，从公司治理视角对我国上市公司债务期限结构进行深入研究，全面地理解在中国制度背景下公司治理在债务期限结构选择中的作用机理，将有助于推动公司融资行为的规范化进程，提高公司融资效率，促进资本市场健康有序的发展，显然对这一主题的研究也具有重要的现实意义。

三、国内外研究现状

债务期限结构的问题由国外学者于20世纪70年代中期首次提出，之后围绕债务期限结构的影响因素展开了广泛的探讨，取得了一系列的理论成果。90年代中期引入了经验研究方法，随着研究的逐步拓展，公司治理与债务期限结构的关系也渐有学者关注。以下按债务期限研究领域发展的历史脉络展开对相关文献的梳理。

（一）关于债务期限结构的基础问题研究

基于代理成本的理论。Mayers (1977)^[30]认为短期债务减少了由于过度使用债务引起的投资不足的潜在性，因为期限在成长期权被执行前的短期债务为借款

^① 注释见参考文献，文中编号对应参考文献的编号。

人提供了在未来期权被执行前与贷款人重新签订契约的机会。Barnea, Haugen和Senbet (1981)^[31]认为资产替代效应可以通过缩短债务期限加以控制,因为短期债务价格对潜在资产风险的转移不敏感。Jensen (1986)^[32]认为较高的公司自由现金流量增大了管理者从事获得私人利益的过度投资道德风险,而短期债务融资有利于削减公司自由现金流量,并通过破产的威胁,增加管理者经营激励。Hart和Moore (1995)^[33]区分了长、短期债务的治理功效,认为短期债务契约治理效应主要体现在对公司的清算与约束管理者对自由现金流量的随意决定权方面,而长期债务契约的治理效应主要表现为防止管理者的无效率扩张。

基于信息不对称的理论。Flannery (1986)^[34]、Kale和Noe (1990)^[35]认为当公司拥有关于其前景的私有信息时,债务市场不能辨别公司质量的优劣,价值低估(高质量)的公司就会选择定价偏离程度较小的短期债务,而价值高估(低质量)的公司就会选择定价偏离程度较高的长期债务。最后形成的均衡是高质量公司将发行更多的短期债务,低质量公司将发行更多的长期债务。Diamond (1991)^[36]认为,由于短期借贷也能使公司暴露过量的流动性风险。如果坏消息到来,将制约借款者的融资能力。因此最优债务期限结构是缩短债务期限的优势对流动性风险间的权衡。具有最高信用等级的公司会偏好发行短期债务,具有较低信用等级的公司更偏好发行长期债务,信用等级很差的公司,由于大量的逆向选择成本而不能发行长期债务。

基于税收的理论。Brick和Ravid (1985)^[37]分析了在利率确定的情况下债务期限选择的税收动机。他们认为,在利率确定和一个向上倾斜收益曲线下,公司发行长期债务是有利的。如果收益曲线向下倾斜,发行短期债务将增加公司市场价值,公司倾向于发行短期债务。Brick和Ravid (1991)^[38]表明,利率不确定的公司比利率确定的公司更具有动力发行长期债务。Kane, Marcus和McDonald (1985)^[39]认为,最优债务期限涉及每期债务税收优势、破产和债务发行浮动成本之间的权衡。他们的分析显示了两个可检验的经验假设:一是公司债务期限随有效税率的减少而增加;二是公司债务期限随公司价值波动性的减少而增加。Lewis (1990)^[40]认为,假设税收是唯一的市场不完全性,在最优杠杆和债务期限同时决定的情况下,税收对债务期限决策没有显著影响。Kim, Mauer和Stohs (1995)^[41]通过多阶段模型证明了长期债务期限战略能使投资者纳税时机选择(回购或再发行债务)的价值最大化,即公司随着利率波动和利率期限结构倾斜度的增加而延长债

务期限。

基于期限匹配的理论。Morris (1976)^[42]认为将资产和债务的期限匹配起来,能够减少由于企业资产产生的现金流量可能不足以用来支付利息和投资需要而带来的风险。Myers (1977)^[30]从克服投资不足问题的角度出发,认为企业应将资产和债务的期限进行合理匹配。Emery (2001)^[43]认为,债务和资产期限的匹配可以避免债务的期限贴水。

目前国内关于债务期限结构的基础性研究非常少,主要是在债务期限选择的代理成本假说、信号假说、税收假说等已有的理论框架中展开,无论是研究的深度还是广度都无法与国外相比。基于上述理论的研究告诉我们企业的债务期限选择绝不是随心所欲的,而是一个充满理性的选择过程,这就为我们理解现实世界中企业的债务期限结构提供了有用的视角,以此为基础能够更加准确地识别债务期限结构的影响因素。

(二) 债务期限结构影响因素的经验研究

Barclay和Smith (1995)^[44]是最早对公司债务期限结构影响因素进行经验研究的学者之一,他们的研究证据强烈支持了公司债务期限结构代理成本假说,较少支持公司使用债务期限结构向市场传递信号的假说;没有发现税收影响公司债务期限结构选择的证据。Stohs和Mauer (1996)^[45]的证据只是有限地支持代理成本假说,杠杆与债务期限正相关,且杠杆与成长机会的代理变量负相关;检验表明资产期限和债务期限显著正相关;研究发现支持基于信息不对称的公司债务期限结构理论,但较少支持税收假说。Aydin (2002)^[46]发现公司的规模与债务期限结构正相关,并得到了债务期限与资产期限相匹配的证据,同时还发现公司相关代理成本和经营价值的波动性与债务期限结构负相关,但研究没有发现支持税收理论的证据。Antonios和Yilmaz (2006)^[47]研究英、法、德公司数据发现公司债务期限结构的取决于特定的公司特征、公司所在国的金融体系及其制度传统。Kailan和Richard (2008)^[48]研究了中国上市公司的债务期限结构,他们发现公司规模、资产期限和流动性对于延长债务期限结构有显著的影响,能抵押的资产总量和公司增长机会也是重要的影响因素,而关于公司质量和有效税率方面没有得到预期结论。

国内关于债务期限结构影响因素的研究才刚刚起步。袁卫秋 (2005)^[2]认为我国上市公司债务期限的选择在一定程度上取决于其财务灵活性和财务实力,财务灵活性和财务实力强的上市公司倾向于缩短债务期限以节约单位债务成本。肖作

平(2005)^[3]研究发现调整成本显著影响债务期限结构;经验证据支持代理成本假说和债务期限结构税收假说,但没有发现公司使用债务期限结构向市场传递信号的证据。陈文浩等(2007)^[4]研究发现绝大多数行业的长期债务比率较低;规模比较大,管制比较高,竞争程度较低的行业内企业的长期债务比率相对于竞争比较激烈的行业内企业较高。王霞、袁卫秋等(2008)^[5]发现影响上市公司债务期限的因素主要有流动性风险的一次方、流动性风险的二次方、资产期限、企业规模、财务杠杆、增长期权和边际税率。郑建明(2008)^[6]发现影响中国上市公司债务期限结构的主要因素有固定资产比、资产负债比、资产期限以及市盈率等。

(三) 公司治理和债务期限结构之间关系的研究

股权结构视角的研究。Datta(2006)^[49]研究发现具有更高股权的管理者选择更高比例的短期债务,持有更低股权的管理者选择更长的债务期限。Marchica(2006)^[50]研究发现,第一大股东所有权与短期债务显著负相关,非财务大股东(包括个人、非金融公司)和机构投资者负面影响债务期限(短期债务)决策;管理者持股与短期债务呈U型关系;CEO和董事会主席两职分离的公司具有相对少的短期债务,非执行董事比例的系数是负的但不显著。Garcia和Martinez(2006)^[51]研究发现当管理者持股增加时,公司使用更多的长期债务;第一大股东持股和债务期限结构之间呈倒U型关系;第一大股东是银行的公司使用更多的短期债务。Arslan和Karan(2006)^[52]研究发现,股权集中度与公司债务期限结构显著正相关,表明大股东的出现更少地需要短期债务来控制管理层。杨胜刚和何靖(2007)^[7]分析结果表明:股权集中度越高,上市公司的债务期限结构越长;股权制衡度越高,上市公司的债务期限结构越短;在股权制衡度很高的情况下,财务实力强的企业更有能力使用短期债务。Kailan和Richard(2008)^[48]发现中国上市公司的股权结构影响债务期限结构的选择。肖作平(2007)^[8]研究发现第一大股东持股比例与公司债务期限显著负相关;第一大股东为国家股的公司具有相对高的长期债务水平;少数大股东持股集中度与公司债务期限显著正相关。王泽填等(2008)^[9]发现第一大股东持股比例与债务期限结构呈显著的u型曲线关系。

董事会特征视角的研究。Jarrad和Kai(2007)^[53]在控制公司治理的其他方面后发现强势的董事会会迫使公司持有更多债务和较短的债务期限结构。Pornsit和Jiraporn等(2007)^[54]发现股东的权利与债务期限结构负相关,在股东权利处于弱势的情况下,公司管理层会尽量避免使用短期债务以最小化其带来的经常性监督。

向锐(2009)^[10]研究发现民营上市公司长期债务与董事会独立性、董事会领导结构、异地独立董事、独立董事出勤率正相关,与董事会会议次数、审计委员会设立负相关,而董事会规模、董事长持股比例与债务期限结构选择不相关。

制度环境视角的研究。Laporta(2000)^[55]指出当法律体系不能保护外部投资者时,公司治理和外部融资不能良好运行;当缺乏有效实施权利时,内部人有足够的理由不偿还债权人或不向股东支付股利,且外部融资机制倾向崩溃。刘志远等(2008)^[11]研究发现国有企业性质的终极控制人所控制的上市公司长期负债比例偏高;政府终极控制人的行政级别越低,企业长期债务比例越高;在终极控制人通过复杂组织结构方式间接控制的上市公司中,终极控制人的不同产权性质及不同行政级别对上市公司长期债务选择的影响更加显著。

围绕公司治理对债务期限结构影响的研究尽管刚刚起步,但已取得了一定的研究成果。国内外学者主要选取了内部公司治理和外部公司治理两个视角进行探讨。内部公司治理是从股权结构和董事会特征两个方面展开的,外部公司治理角度则主要关注的是法律体系等制度因素。“他山之石,可以攻玉”,现有的研究成果无疑可以为本文研究我国上市公司相关问题提供丰富的理论基础与研究方法。

(四) 文献评述

对国内外关于债务期限结构研究现状的梳理,有利于我们更清楚地了解有关债务期限结构理论的演变背景及其发展动态,由此不难看出在对影响债务期限结构理论的经验研究中,得出的结论并不一致,只有代理成本假说和期限匹配假说得到了大部分研究结论的肯定,有较少的证据支持信息不对称假说。目前,国内学者对我国公司债务期限结构的理论研究不多,实证研究也刚刚起步,虽然取得了一定的成果,但仍然存在诸多不足。

首先,我国学术界对公司债务期限结构方面的研究处于起步阶段,对公司债务期限结构影响因素的研究主要集中在公司特征因素上,缺乏多视角的系统性研究,尤其从制度环境因素和公司治理的角度对债务期限结构的研究还不多见。

其次,在国外尽管公司治理与债务期限结构的关系研究选择已成为该领域的热点问题,但与他们丰富的研究成果相比,我国还处在对债务期限理论引进介绍的阶段,经验研究也相对显得落后。一是缺乏对中国上市公司债务期限结构的制度背景分析。国外学者在债务期限结构方面的研究基于各种假设条件,其研究背景与我国有较显著的差异。因此,如果完全照搬西方的成熟理论来研究我国企业,

而忽视了转轨经济体制的特殊性时,研究结论的适用范围必然会受到一定的限制。二是研究的内容缺乏系统性和完整性。国内现有的几篇关于公司治理与债务期限结构关系的文献只涉及公司治理的某个方面,比如更多关注的是股权结构和董事会特征的某一细节,而忽略了其他部分,将两方面联系起来的研究也还是空白,因此得出的研究结论并不全面。三样本数据选取和研究方法存在缺陷。在仅有的几篇关于公司治理与债务期限结构两者关系的研究文献中,样本选择的时空维度狭窄,有的只涉及某个行业,有的选择某个类别的上市公司,而且相关代表指标的选择也不一致,这两方面的原因导致了研究结果的差异性。

四、本文的研究方法和结构安排

(一) 研究方法

本文主要采用规范研究与实证研究相结合并以实证研究为主的分析方法。规范研究方法主要是应用契约理论和代理成本理论等企业理论,分析公司治理对债务期限结构选择的影响机理,以实证检验得到的经验证据为基础,提出完善我国上市公司治理水平和优化债务期限结构的政策性建议。实证研究方法的运用主要表现在:首先,用描述性统计方法展现公司治理的现状和债务期限结构的构成,并计算相关数据的各种统计量;其次,通过运用因子分析和多元回归模型检验公司治理与债务期限结构选择间的关系,识别其影响上市公司债务期限结构选择的有效性因素,并得到相关经验证据,以对文中所提出的有关理论提供有力支持。另外本文运用了大量图表工具,使其对公司治理、债务期限结构等方面表述的更加简洁、明快。

(二) 结构安排

本文研究的目的是检查公司治理如何影响债务期限结构的,以便更好地理解在中国制度背景下公司治理在债务期限结构选择中的作用机理,为优化债务期限结构与公司治理的协调发展机制提供一定的理论性帮助。文章的结构安排如下(如图1-1所示)。

第一章,绪论。本章阐述了本文的研究背景和研究意义,对国内外现有的研究进行了梳理和归纳,并介绍了本文的研究方法和结构安排。

第二章,概念界定和理论基础。这部分界定了公司治理与债务期限结构的概念,以为后续的实证设计指标提供可靠依据。理论部分主要运用契约理论、代理成本理论、信息不对称理论、权衡理论、期限匹配理论对债务期限结构的影响因

素提供理论基础，并尝试从理论视角讨论了公司治理对债务期限结构的影响。

第三章，我国上市公司治理现状与债务期限结构的特点。本章详尽地介绍了我国上市公司当前的治理现状及其存在的问题，同时也不忘提及近些年来上市公司债务期限结构的总体特点，以期为后续的实证检验和分析提供一种现实背景，确保在研究中使相关理论的应用与我国上市公司的具体实际相结合。

第四章，实证检验与分析。本章的主要目的是为本文的理论分析提供经验数据和实证结果。内容主要包括研究假设、实证设计、样本选择与数据来源和实证分析四个部分。

第五章，结论、政策性建议及局限性。本章的主要目的是对研究结论做出归纳总结并对后续的深入研究进行展望。笔者梳理了前面的理论分析结论和实证检验结果，并提出了相关政策性建议和本文研究中存在的局限性，为进一步的深入研究提供参考。

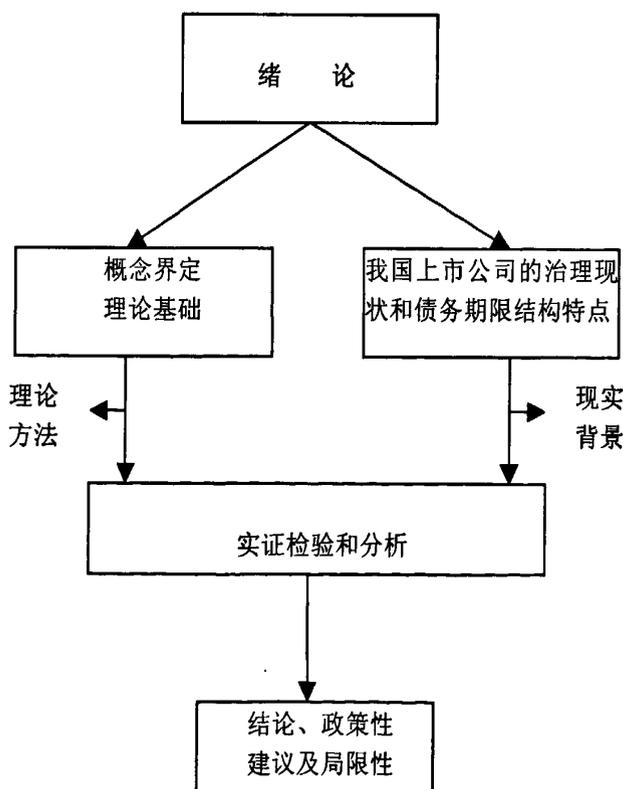


图1-1 本文的研究框架

第二章 概念界定与理论基础

一、相关概念界定

由于本文是以公司治理视角研究我国上市公司债务期限结构选择的,为了更好地理解本文研究的目的以及选取衡量债务期限和公司治理方面变量的依据,有必要将我国上市公司治理和债务期限结构的相关概念加以界定。

(一) 公司治理

关于公司治理的概念,它最初是从国外引进的,相应的英文词叫“Corporate Governance”(郑红亮,2000)^[12]。公司治理是指公司管理层、董事会、股东和其他利益相关人之间的一整套关系(OECD,1999),或者说是处理股东、贷款人、管理人员、职工等不同利益相关者之间的关系,实现经济目标的一整套制度安排(钱颖一,1995)^[13]。

公司治理问题衍生于现代企业所有权和经营权的分离。拥有所有权的所有者成为公司资金的提供者,经理人拥有企业的经营管理权。这种组织形式不仅能够充分发挥职业经理的专业特长,同时资本市场的保险机制也能为股东提供分散风险的机会。两权分离带来的决策自由度一方面可以发挥专业化分工的比较优势,另一方面也导致了分散化股东与经理人之间的利益冲突。公司治理实质上是公司所有者借助公司权力机关来统治和支配公司,通过一系列的制度安排最大限度地控制经理人员的道德风险,降低经理人与分散化股东之间的利益冲突,以实现公司目标并最终实现其自身目标的过程。

张维迎(2005)^[14]认为,狭义地讲公司治理是指有关公司董事会的功能、结构、股东的权力等方面的制度安排,广义地讲是指有关公司控制权和剩余索取权分配的一整套法律、文化和制度性安排,这些安排决定公司的目标,谁在什么状态下实施控制,如何控制,风险和收益如何在不同企业成员之间分配这样一些问题。基于上述内容,一般将由股东、董事会、监事会和经理人员四方面组成的管理与控制体系称为公司治理的内部机制,而将产品市场、控制权市场、法律制度等作为公司治理的外部机制。

根据上述分析,本文将选取张维迎对公司治理的定义对上市公司的治理进行考察,并以此为依据设计反映公司治理情况的描述变量。

（二）债务期限结构

债务期限结构是指企业的负债中长期债务和短期债务的具体构成与所占比重，其中长期债务指1年以上偿还的债务。从企业角度来讲，传统的期限结构理论认为债务期限结构的核心问题是企业长短期债务期限的搭配问题，这一内容成为现代企业融资结构的重要组成部分。

现有的实证研究对公司债务期限结构有三种不同的度量方法：（1）短期、长期债务与企业总债务的比例；（2）企业各种不同期限债务账面值的加权平均；（3）发行的债务工具的期限。每一种度量方法都有其优点和缺点。用第一种定义测试公司债务期限的影响因素简单方便，但这样做会混淆公司债务期限和债务数量。由于该方法中所需的长期债务和短期债务信息可直接从资产负债表中获得，所以本方法也称为资产负债表法；第二种方法由于对所有债务进行加权平均得以有效地解决了前述定义的不足；第三种方法更适合于检查公司债务期限结构的选择是否能向市场传递其未来前景的信号，而不适用于检验资产期限和债务期限的匹配原则。由于数据的可得性，本文选用第一种度量方法即长期债务（一年以上的债务）与总债务的百分比来衡量企业的债务期限结构。

二、理论基础

（一）契约理论

科斯在1937年发表的《企业的本质》开启了契约理论研究的先河，并在过去的30年中这一理论得到了快速的发展，迅速成为当代经济学的主流。在科斯之后人们对契约理论的研究按两个方向发展。其中的一个方向是委托——代理理论，该理论认为可以将所有的可以预见到的或然事件都涵盖在其中，是一个不需要再谈判的完全合同，因而这些理论也被称为“完全契约理论”，这一理论的代表人物为阿尔钦、莫里斯、格罗斯曼和张五常等。第二个方向是威廉姆森和哈特等人提出的“不完全契约理论”。

完全契约理论把参与博弈的各方当事人放在一个委托——代理框架下处理，把所有的交易关系和生产关系抽象为一种契约关系。经济学意义上的契约泛指所有具有实际利益的关系，而不是仅指当事人之间关于权利和义务的承诺。在完全契约理论的假设中，在当事人之间信息不对称的情形下，完全理性的委托人总是可以设计一个最佳契约，该契约充分考虑了所有可能出现的或然状态，并且能够无成本的被第三方强制执行。因此，完全契约理论通常认为产权结构和权威是不

重要的，因为通过契约安排总是可以实现最佳效果（杨瑞龙，2005）^[15]。为了控制代理人的偷懒和机会主义，委托人通过激励政策和约束代理人的行为来减少非效率损失，这就出现了两种重要的企业代理契约形式：管理契约和债务契约^⑨。

不完全契约理论认为完全契约理论的假设存在致命的缺陷，即当事人并非完全理性。即使完美的理性者预见到了一切情况但也不能把所有的条款都写入契约，因为这样做的成本过高，所以契约一定是不完全的。交易费用经济学派认为不完全契约理论有三个基本假设：有限理性、机会主义和资产专用性。

完全契约理论主要研究委托人如何制定最优的报酬契约以激励代理人，因此可以看成是对显性合同中的剩余索取权和控制权的分配进行研究。而不完全契约理论主要研究在契约不完全的情况下当发生合同没有约定的情况时，该如何处理委托人和代理人之间的冲突，降低代理人的道德风险，也就是为隐性合同中剩余索取权和控制权的分配研究提供理论支撑。完全契约理论假设尽管受到了对立学派的批判，但是这却丝毫没有减损它使用价值的光辉，因为它的有用性不是在于对现实世界完美无误的描绘，而是向我们传递了当事人具有在执行成本最小化的约束下使契约趋于完全的理性动机。因此公司治理作为平衡利益相关者间的一套制度安排必然会成为企业这一契约联结的一部分，当债务契约的某些治理功能与公司治理发生重叠时，在契约执行成本最小化的趋势下，公司治理必然会对债务契约的具体安排带来影响。

（二）代理成本理论

Jensen和Meckling在他们1976年发表的论文中提出了代理成本理论。该理论认为当存在一方（委托人）签订委托另一方（代理人）代表委托人从事某些业务的合同时，代理关系就产生了。由于委托人和代理人都是效用最大化者，没有理由相信代理人总是按委托人利益最大化行动。因此在代理关系成立的情况下，所有权发生分离能带来分离的收益，也能带来分离的成本，这就是代理成本。通常代理成本可以定义为三个部分之和：委托人的监督支出、代理人的保证支出和剩余损失。

当所有者存在不投资净现值为正值的项目的动机时，投资不足问题就发生了，这是因为投资净现值为正值的项目将增加债权人的有效资金而不是股东的有效资金。Myers（1977）^[30]解释了为什么有些公司借短期债务，而有些公司借长期债务。

^⑨ 参见杰恩·戈弗雷，会计理论，北京：中国人民大学出版社，2007

他意识到缩短债务期限可以解决与未来投资机会相关的激励问题。Myers (1977) 提出了若干解决投资不足的方法, 认为其中一种明显且容易解决投资不足的方法是缩短未清偿债务的期限。根据Myers的理论, 企业债务期限与其未来投资机会呈负向关系。债权人贷款给企业并期望这些资金不会被投资在比他们所能接受的风险还要高的资产或项目上。债权人通过利息率或贷款期限相应地对债务定价, 但不能分享高风险项目增加的报酬率并要承担因企业损失而降低其求偿权安全性的可能损失。由于股东的有限责任, 他们对其在特定企业的投资是风险偏好的, 当股东将债务资金投放到风险程度超过债权人预期水平之上的项目时导致资产替代问题的发生。Barnea (1981) [31] 等认为由于短期债务的价值相对于长期债务对于企业资产价值的变化较不敏感, 且短期债务使得企业时常面临着偿付本息的压力, 这就迫使股东必须约束其偏好风险的动机。因此短期债务可以减轻资产替代问题, 易发生资产替代行为的企业应拥有较多的短期债务。Jensen (1986) [32] 认为, 当企业拥有较多的自由现金流时, 企业管理者易产生将这部分自由现金投资于一些净现值为负的新项目上的动机, 即过度投资的动机。显然这类项目的投资有损于股东利益, 但这类项目的投资却扩大了企业的规模。而当企业规模扩大时, 管理者可以获得更多的现金与非现金收益。为了抑制管理者的过度投资的动机, 企业可以采取增加短期负债的办法。一方面短期负债有利于经常性地削减企业的现金收益, 从而经常性地减少自由现金流; 另一方面短期负债还增加了发生企业财务危机的可能性, 这将激励管理者做出更有效的投资决策, 也就是更有效地使用企业资金。

代理成本理论为进行企业最优资本结构的预测或提出建设性意见提供了重要的理论基础。它揭示了短期债务所具有的治理功效, 认为短期债务不仅减缓了股东与债权人之间的冲突, 而且约束了管理者在企业经营中的利己行为, 能在一定程度上强化公司治理水平。但是完善的公司治理也能够有效地激励和监督管理者, 此时融资行为带来的治理效力就会被弱化, 债务期限结构更偏向长期稳定的资金来源; 另一方面完善的公司治理也能够有效地保护债权人的利益, 更有利于公司吸引长期融资。因此公司治理会影响到债务期限结构的选择。

(三) 权衡理论

为了克服MM定理与现实的矛盾, 经济学家们将负债的破产成本引入MM理论的分析体系, 认为企业最优资本结构就是在负债的税收利益和预期破产成本之间

权衡，称之为“权衡理论”。其代表人物包括罗比切克、梅耶斯、考斯、鲁宾斯坦、斯科特等人。债务期限结构权衡理论认为最优债务期限由展期短期债务成本和长期债务携带的更高利率之间的权衡决定的。在很大程度上，这个论点依赖于不同种类债务的显性交易成本（如浮动成本和展期成本）、税盾利益和隐性破产成本。Kane、Marcus、McDonald等构建和发展了债务期限结构权衡理论。

Kane, Marcus和McDonald (1985) [39]的理论模型考虑了最优债务期限的外生决定因素，体现了企业所得税、个人所得税、破产成本以及债务发行成本。Kane, Marcus和McDonald (1985)认为最优债务期限涉及每期债务利息优势、破产和债务利息浮动成本之间的权衡。结果显示，与债务利息相关的交易成本越高，最优的债务期限越长，因为需要更多的时间来摊销浮动成本。此外，更高的个人税率通常与更高的最优期限相关。这是由于这样一个事实——在更低税收优势上，需要更长的期限来摊销发行债务中遭受的浮动成本。在很高的个人税率上，公司不发行债务是最优的，因为不论何种期限，税收优势、净破产成本，从不足以抵消摊销的交易成本。最后，最优期限随着公司价值波动减少而增加。即Kane, Marcus和McDonald (1985)模型表明，最优债务期限随浮动成本的增加而增加，随债务利息优势和公司价值波动性的减少而增加。因此，企业的最优债务期限应是在长、短期债务的优势和缺陷中进行权衡确定的。

（四）期限匹配理论

期限匹配理论也称为免疫假设，是指企业债务的期限应与企业资产产生现金流的期限模式对应起来。Morris (1976) [42]最早提出了这一理论，认为将资产和债务的期限匹配起来，能够减少由于企业资产产生的现金流可能不足以用来支付利息和投资需要而带来的风险。一方面如果债务期限比资产期限短，则资产也许不能产生足够的现金流来偿还债务；另一方面如果债务期限比资产期限长，则在资产可能已经停止产生收益时还要偿还债务。Myers (1977) [30]从克服投资不足问题的角度出发，认为企业应将资产和债务的期限进行合理匹配。在资产寿命终止的时候企业面临着再投资的决策。如果以前发行的债务在此时也刚好到期，就会使得企业在面临新的投资机会时有正常的投资激励。需要指出的是，Myers的分析表明，企业负债的期限不仅取决于它的有形资产的寿命期限，而且取决于它的无形资产的有效期限。

(五) 信息不对称理论

信息不对称理论认为公司内部的管理者相对于市场参与者而言拥有更多的关于公司投资机会、投资项目质量和信用质量的信息。通过设定公司的债务期限能够减缓由于信息不对称所诱发的公司道德风险和投资者逆向选择问题。

Flannery (1986)^[34]认为债务投资者在债务发生前不能准确识别债务发行企业的质量时,他们会过高估计未来信贷质量发生问题的概率。高质量的债务发行人若选择长期债务就会支付过多的长期债务违约风险贴水,因此拥有私人信息的高质量企业就会有动机选择发行短期债务。相反拥有私人信息的低质量企业基于同样的原因就会有动机选择发行长期债务。理性的投资者会基于上述判断衡量企业的质量,据此确定债务的风险,理性的企业也会预期到债务投资者的这种反应。因此企业发行债务的交易成本将决定债务市场的均衡类型:如果滚动发行短期债务的总成本差别不是很大的话,低质量企业就会去模仿高质量企业的融资行为,两类企业发行相同期限的债务,债务市场出现混合均衡;如果两种类型债务的发行成本过大,低质量企业模仿高质量企业获得的收益不足以弥补支付的额外交易成本,低质量企业就会选择长期债务,债务市场出现分离均衡。Diamond (1991)^[36]认为拥有关于融资项目未来盈利能力好信息的企业会借入短期债务。因为此类企业投资项目未来被清算的可能性很低,也不会威胁到管理者的非金钱私人利益。由于好项目未来会有新的融资需求,短期融资使得再次融资机会出现时,企业有机会显示自己的低风险,从而获得低利率融资机会。相反,拥有融资项目坏消息的企业会希望借入长期债务。因为坏消息的企业未来需要再次融资时就会暴露自己的高风险,从而支付较高的利率或被拒绝融资。一些最差质量的企业项目在实施途中很可能被清算,管理者丧失私人利益。当理性的投资者预测到此类企业存在严重的道德风险和逆向选择问题时,市场的力量就会将低质量企业逐出长期债务市场,只能选择短期债务。此时,市场上发行长期债务的企业是质量适中的。因此, Diamond认为在所有其他条件相同的情况下,风险最低和风险最高的企业都拥有短期债务,而风险适中的企业则拥有长期债务,即债务契约是企业风险的非单调函数。

权衡理论、期限匹配理论、信息不对称理论在债务期限结构影响因素的经验分析中得到了更多证据的支持。依据上述理论对公司债务期限选择的分析表明企业的融资行为是一个十分复杂的过程。权衡理论说明企业债务契约的选择要在收

益与成本间作出平衡，最佳的债务期限结构应在短期债务的展期成本和长期债务携带的更高利率之间进行权衡，但是权衡理论将公司选择债务期限结构时权衡的角度仅仅局限在这两个方面显然并不全面。期限匹配理论认为企业的债务期限结构应考虑资产的具体特性，使资产经营所带来的流入现金流与债务本息所导致的流出现金流相协调，但是期限匹配理论仅仅强调了两者在时间上的匹配，似乎对总量的匹配没有给予应有的重视。信息不对称理论则告诉我们由于存在信息的不对称所以融资企业存在利用债务期限结构的选择行为向外界传递公司质量信号的动机。当公司治理水平较低时，企业存在掩盖公司质量的激励，此时信息不对称程度会变得更为严重，契约的不完备性也就越发明显，资金所有者便存在缩短债务契约时间以纪律债务人的强烈动机。由此看来企业债务期限结构的最终选择是一个融资双方充满理性的博弈过程，需要权衡众多的影响因素。全面地识别这些影响因素有助于在实证研究中准确地透视和分析公司治理与债务期限结构两者之间的关系。

三、公司治理对债务期限结构的影响

公司治理是一种协调股东、贷款人、管理人员等不同利益相关者之间关系的一整套制度安排，也可以认为是一组管理契约的集合。它不仅规定了公司的各个参与者的责任和权利分布，而且明确了公司经营决策中所应遵循的游戏规则和参与程序，发挥了对公司进行管理和控制的功效。公司治理对于债务期限结构的综合影响力可以从两个路径来剖析。一方面较高水平的公司治理能够约束内部人员的机会主义行为，减少控制股东与小股东、债权人之间的代理冲突，在一定程度上抑制内部人在融资决策中的完全利己的冲动，行为受到约束的内部人会变得更为理性，使他们不能完全按自身利益调整公司债务政策，并趋向于公司经营对债务期限结构的需要，从而影响到公司债务契约种类的选择，这在一定程度上可以实现对短期债务监督功能的替代，这可以被视为公司治理对债务期限结构的直接影响。另一方面在贷款市场上存在信息不对称，贷款市场上存在的逆向选择问题要求贷款人为了获得贷款利润，必须甄别借款人的信用风险。要进行有效的甄别，贷款人必须收集有关潜在借款人的真实信息，其中对公司治理水平的考察成为贷款人判断公司质量的重要参考之一。根据契约理论可以推知对公司治理水平的判断一定会影响到贷款人债务契约的设计。这是因为贷款人可以利用法律和合同所赋予的权利，在保障自身利益的基础上采取一定的方式或方法，对债务人——负

债公司及其经营者或经理人员行为进行的监督控制或激励约束。贷款人所采取的用以保障自身利益并影响负债公司的治理水平和治理绩效的监督控制或激励约束的方式或方法称为债权人治理（王满四，2006）^[16]。根据代理成本理论可知，长、短期债务带来的治理效应是不同的，这不仅表现在治理对象方面，而且治理效力也有强弱之别。短期债务契约的治理效应主要体现在对公司的清算与约束管理者、对自由现金流量的随意决定权方面。而长期债务契约的治理效应主要表现为防止管理者的无效率扩张。与长期债务相比短期债务更能有效地发挥经常性的监督作用。债务契约的设计能够对公司治理水平做出反应，或是通过短期契约弥补公司治理存在的不足，或是为具有良好治理的公司提供长期债务，这可以被视为公司治理对债务期限结构的间接影响。良好的公司治理能够减弱代理冲突，在一定程度上替代短期债务的监督功能，充分保护债权人的利益，降低债务契约的履约成本，使公司融资时能够获得更稳定的长期债务，反之绩差的公司治理又能得到短期债务治理的弥补，这就建立起一种公司治理与债务契约间的互补优化机制，这一机制实现了公司治理对债务期限结构的影响（见图2-1）。基于这一原理，以下主要从股权集中度、董事会制度和管理层激励三个方面来具体探讨公司治理对债务期限结构的影响。

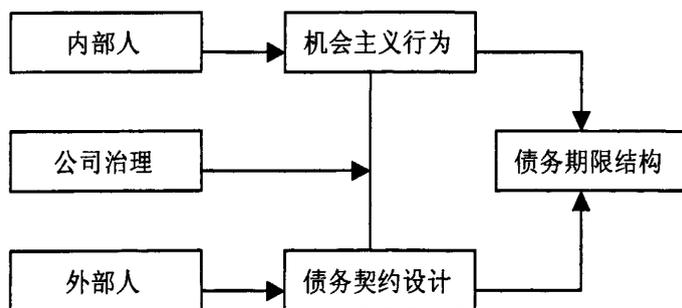


图2-1 公司治理对债务期限的作用原理

股权的集中程度与风险成本和治理成本存在密切关系。有效监督假设认为大股东是公司治理的一个非常积极有效的角色。如果股份相对集中，大股东尤其是第一大股东更能产生激励效应和防御效应，投资者为追求利益的最大化，就会利用一切制度和手段积极主动地监控经营者的行为，属于高度内部监控，因而治理成本低，但股权高度集中也带来了较大的投资风险。因此，其在融资方式的选择

上更有可能推崇长期负债，以推迟当前的投资风险，同时第一大股东持股数量越多，对管理层的监管就更为有力，从而可以在一定程度上替代短期负债的公司治理功能，降低短期负债的使用比例。但若公司股权过度集中，就可能存在大股东对公司事务的过度干预，也可能会凭借公司的控制权利利用公司资源谋取私得，这又会使代理成本又会不断上升。公司为了降低不断上升的代理成本，在融资方式的选择上又会倾向于短期负债融资。

董事会是公司治理的重要组成部分，因而发挥着不可替代的治理功能，其首要职责是监督公司内部最高决策者。董事会规模的影响主要表现在两个方面：董事会规模越大，沟通和协调问题就越大，此时管理层受到董事会控制的程度变小。换言之较大的董事会规模使协调、沟通和制定决策的难度都大于较小的董事会。因此过大规模董事会就会增加债务契约的履约风险，此时使得公司只能选择较多的短期债务。另外不可忽视独立董事在公司治理中的作用。相对于独立董事来说，内部董事很少会对高层管理者提出异议，因为他们的职务受到高层管理者的重大影响。存在一种激励使得内部董事有强烈的动机去维护超过市场水平的报酬或超额在职消费。也就是说，相对于内部董事而言，独立董事的存在能够强化对管理层的监督，一定程度上制约了管理层对债权人利益的掠夺行为，从而使公司能够获得更多比例的长期债务。

Jensen和Meckling (1976) 认为管理层持股、管理层薪酬有助于使管理者和股东的利益相一致，减少管理者在职消费、剥夺股东财富和进行其他机会主义行为的动机。因此管理者激励（管理层持股、管理层薪酬）的增加减少了由所有权和控制权分离所引起的代理成本，从而相应地降低用短期负债作为纪律管理者机制的需要。另外，激励程度较高的管理者，会自觉将其利益与公司利益保持较高度的一致，管理层存在努力经营公司的动机，也就在一定程度上降低公司的违约风险，从而使债权人更有激励向公司提供长期债务以获得长期稳定的信贷客户。

第三章 我国上市公司治理现状与债务期限结构的特点

一、我国上市公司治理现状及存在的问题

从1990年上海证券交易所和深圳证券交易所先后成立以来,中国的证券市场已走过二十年的风雨历程,公司治理也经历了不断完善和不断规范的发展轨迹,从而有力地推动了中国企业的进步。

(一) 我国上市公司治理现状

1、上市公司股权结构状况

我国大部分上市公司是由国企改制而成,国家相继出台了一系列政策扶持国有企业上市,并以国家要在上市公司中保持控股乃至绝对控股地位为指导思想,这种经济独特性塑造了我国上市公司股权结构如下特点:(1)股票种类繁多,各种属性不同。我国上市公司股票种类达到6种之多,包括国家股、法人股、社会公众股(A股)、外资股(B股、H股等)、内部职工股和转配股。其中国家股和法人股的上市流通受到政策限制,其协议转让价格远低于同一公司的A股价格;可流通的A股、B股、H股被分割在不同的市场中,有着不同的价格,这显然违背了股票同股同价同权的本性。(2)股权过度集中,呈现“一股独大”现象。我国上市公司中股权过度集中,且国家股所占比重过大,这部分股权的流动受到限制。根据2008年境内上市公司年报数据显示:在1625家上市公司中第一大股东持股比例的平均值达到36.4%^①,与之相对上市公司中第2—5大股东持股比例平均仅为15.8%,即使第2—10大股东的平均持股比例也仅为19.5%。可见中国上市公司股东实力分布不均,第一大股东拥有绝对控制优势,其他大股东难以与之抗衡。而在中国上市公司大股东中国家股和法人股占大多数,其中相当一部分法人股东也是国有控股的。(3)流通股所占比重过低,截至2008年年末我国证券市场的流通股占全部发行股份的51.3%,其中机构投资者规模尚小。

2、上市公司董事会状况

截至2008年底,我国上市公司董事会平均人数为8.98人,最大值为19人,最小值为3人。其中独立董事人数平均为3.2人,所占董事会比例均数为33.3%,最大值67%,最小值14%。董事会会议召开次数平均9.6次,最小值3次,最大值36次。在

^① 本章数据来自中国证监会网站、2008中国统计年鉴和国泰安数据库,并经本文作者手工整理而得。

部分上市公司内部，董事会的人选决定权完全由大股东垄断，公司董事会的运作通常被控股股东或关键人所控制。特别是国有控股的董事会中，其上级主管部门或国有资产经营公司派遣的董事人选往往在董事会中掌握着绝对控制权。张春霖等（2002）^[17]的统计显示中国上市公司76%的董事是由股东任命的，法人股股东选择的董事占了股东选举董事的48%，国家股股东选择的董事占21%。由于法人股中包括相当一部分国有法人股（包括交叉持股的国有法人产权主体），所以国有股股东选择的董事超过了50%，处于绝对控制地位。

3、上市公司管理层激励状况

中国上市公司的管理层激励以薪金为主，且人均收入水平低，甚至有部分管理人员不领取报酬。据徐向艺（2007）^[18]对1107家样本公司的统计，中国上市公司高级管理人员平均年度薪酬平均值为19.56万元，最大值为321万元，最低值为0元（许多上市公司的董事长和总经理并不从公司领取薪酬），总体水平较低。中国上市公司管理层持股比例普遍偏低，董事长和总经理很少拥有股权，有些公司高管虽然拥有股权，但却往往数量很少。2008年底我国上市公司高级管理人员平均持股0.66%，最多的为69.29%，持股比例超过1%的仅84家，仅占全部上市公司总数的5.2%，还有很多公司管理层持股为0。总的来说，中国上市公司对管理层的激励手段单一化，缺少多样性，货币性报酬激励和股权性报酬激励的水平都比较低，薪酬结构不合理。

4、上市公司信息披露状况

近年来，随着信息披露制度的完善和监管力度的加大，我国上市公司信息披露状况有所好转，但财务信息失真问题仍然存在，个别企业甚至存在严重的会计造假行为。

近几年深圳证券交易所对其上市公司的信息披露进行了考核评估，考评对象为所有上市公司，从而确保了评价机制的完整性。该评价机制同时考核了上市公司的自愿性信息披露和强制性信息披露两个方面，保证了评估结果的全面性。如表3-1所示，2008年上市公司的信息披露质量有所提升，及格率由2007年的95.49%上升至96.5%。但是不难发现考察期内上市公司的信息披露质量并不稳定，及格率由2005年的98.23%下降至2007年的95.49%，2008年又升至96.5%，呈现出先降后升的短期波动，可见上市公司的信息披露机制还存在诸多不确定因素。

表3-1 2005-2008年深交所上市公司信息披露考评表

年度	优秀		良好		及格		不及格		总量
	家数	比例	家数	比例	家数	比例	家数	比例	
2005	39	9.85%	252	63.64%	94	23.74%	7	1.77%	396
2006	41	8.37%	248	50.61%	170	34.69%	31	6.33%	490
2007	42	8.61%	232	47.54%	192	39.34%	22	4.51%	488
2008	46	9.47%	258	53.09%	165	33.95%	17	3.50%	486
总计	168	9.03%	990	53.23%	621	33.39%	77	4.14%	1860

(二) 我国上市公司治理存在的问题

当前我国正处于由计划经济向市场经济转轨的特定阶段，绝大部分上市公司由国企改制而来，而且证券市场也还是一个新兴市场，这一切决定了中国上市公司的治理机制仍处于一个较低的发展层次，还存在许多需要改进的方面。

1、股权过于集中，内部制衡机制缺失

如前文分析，由于我国上市公司大多数是由原国有企业重组改制而成，股权向国家呈现高度的集中，形成国有股权“一股独大”的局面。随着股权分置改革的不断深入，国有股比例会逐渐减少，但国有股在大多数上市公司中的绝对或相对控制地位在短期内不会改变。这种特殊股权结构给公司治理造成了较多的负面影响。许多地方通过国有资产管理部或者各种形式的国有资产经营公司管理国有股权，而国有股的各项权力又由经贸委、组织人事部门和财政等部门分别行使。一些地方政府部门或者大股东在上市公司中享有超然的地位，为了加强国有股权的管理，随意超越股东的权力，用管理集团内成员公司的方法来管理上市公司，大包大揽公司的各项经营决策和人事任免等，从而大股东成为了上市公司的绝对控制者；一些地方，由于上市公司国有股权多头管理、各部门职责不清，所有者权责不到位，使上市公司国有股权处于虚置状态，在中小股东介入上市公司经营管理的渠道和能力不足的情况下，一些上市公司出现了“所有者缺位”的内部人控制状态。上市公司出现的这两种倾向使公司的内部制衡机构和制衡制度无法发挥作用，容易滋生违规的关联交易。

2、同股不同权，中小股东治理功能微弱

我国股票市场在成立之初，为了保持国家和法人的控股地位，就规定了国家

股和法人股不能上市流通。我国股票市场流通的股份仅仅占总股本的一半左右，如此低的流通规模，加之流通的股权非常分散，使得“用脚投票”机制难以发挥作用。由于股权的分置，导致流通股东与非流通股东具有不平等的地位，因而在公司控制权的分配上中小股东占不到任何优势，对参与公司治理也是有其心而无其力。公司的决策和经营活动会受到大股东的过分干预，而企业内部和外部缺少可以制衡大股东的力量，其结果必然使得上市公司受到大股东的控制，其行为也多反映大股东的意志。上市公司的控股企业或控股企业集团从上市公司中通过关联交易转移资产的现象屡见不鲜，上市公司成为大股东吸收资金的机器。

3、董事会构成不尽合理，治理机制虚化

按董事是否直接参与公司的高层管理或独立性大小可将其分为三类，一是在执行层担任职务的人员称之为执行董事；二是以股东代表的身份进入董事会但不在执行层担任职务；三是既不在执行层担任职务又不是股东代表的董事，也就是独立董事，独立董事一般为营销专家、金融专家、法律专家或行业专家。独立董事是使董事会成为真正决策机构的必要保障，也是公司利用“外脑”的重要形式。在上文分析中可知我国部分上市公司董事会独立董事的数量偏低，而且独立董事的独立性不强，这使董事会很难客观、公正地完成“评价经理业绩、并决定其报酬”的工作。这造成了决策层与执行层的合一，法人治理的分权和制衡很难实现，导致治理机制虚化，表现为议事决策多，监督制衡少。由于都是内部人士，又交叉任职，因此大家都“商量”办事。对公司战略规划、年度计划、预算、重大投资、并购、董事和经理人的业绩、薪酬等只能“协商、平衡”，谈不上监督制衡和责任追究。

4、约束激励机制不足，经营行为懈怠

上市公司经营者承担着双重压力，一方面来自市场经营的风险，另一方面来自股东的期盼；既要实现公司价值的不断成长，又要保持经营稳健性。由于缺乏对经营者行为的约束和激励机制，急功近利的思想在一些上市公司经营者表现突出，他们不作长远打算，致使公司经营行为短视化。还有甚者，为了私利不惜以身试法，投机取巧，违法违规；一些上市公司经营者则抱着不求有功但求无过的思想，不是锐意改革，而是知难而返，屈就于旧体制的惯性，做一天和尚撞一天钟。由于缺乏有效的激励机制，部分上市公司难以充分调动公司经营骨干和技术人才的积极性和创新精神，技术人才匮乏和流失现象比较严重。

5、信息披露机制运行不稳，存在财务造假

由于在公司内部缺乏有效的信息披露实施机制，外部缺乏对信息披露主体的有效的法律约束机制，导致上市公司信息披露质量不高。目前，上市公司在信息披露方面存在的主要问题有：（1）会计信息披露失真。有的上市公司存在信息虚假行为，蓄意歪曲、伪造会计报表数据或者进行误导性陈述，欺骗和误导信息使用者，以达到其经营管理的特殊目的；有的上市公司的盈利预测数据水分较多，随意高估盈利预测的现象屡屡发生；会计信息失真还表现在故意采用不恰当的会计方法，使会计信息不能如实反映事实，从而达到欺骗投资者的目的。（2）会计信息披露不充分、不完整。规模较大的上市公司不披露分部信息，有的上市公司为了达到某种经济目的而不愿全面完整地披露相关信息，在对外披露信息时，采取避重就轻的手法，好坏消息披露有别。（3）会计信息披露不及时，对于重大事件不能迅速地披露。会计信息披露方面存在的这些问题不仅严重损害了中小投资者的权益，而且也不利于资本市场的健康有序发展。

二、我国上市公司债务期限结构的特点

上市公司的债务期限结构是融资双方在资本市场自由交易的结果，充分体现了我国上市公司独有的经营特点，同时这种债务融资行为也受到我国资本市场现实情况的约束。因此要正确认识上市公司债务期限结构的具体情况，只能将其置于我国资本市场这一大的宏观背景之下进行分析。

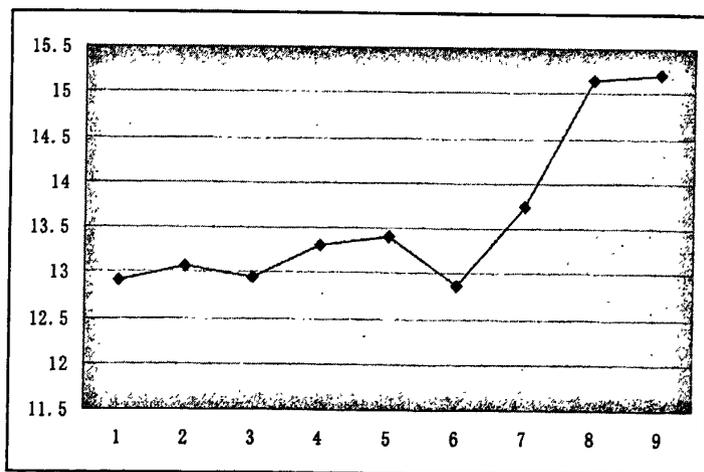
据上市公司年报，中国非金融类^④上市公司2000年到2008年的长期债务占总债务的平均比例约为13.71%，短期债务是长期债务比例的6.3倍（见表3-2）。可见在我国上市公司的债务融资结构中，期限较短的流动负债占绝对的主导地位，而期限较长的长期负债则只占较小的比重。从债务的来源看，银行信贷是企业债务资金的主要来源，同期银行信用比率的平均值为49.6%，占了企业全部债务资金的近半数。2000年以来，非金融类上市公司的债务期限水平呈现出一种逐渐上涨态势，长期债务占总债务的比例由2000年的12.91%上升至2008年的15.2%，但是增长速度却相当缓慢，2008年年末非金融类上市公司的长期债务相对于短期债务比重而言仍然十分偏低（见图3-1）。Fan和Titman（2003）^[56]对包括我国在内的39个国家（地区）的上市公司债务期限水平进行对比研究发现，我国的长期债务比例在39个国家（地区）里竟然排名倒数第二，仅略高于希腊，这也从反面折射出我国上

^④ 鉴于金融类企业业务活动的独特性因此将其剔除。

市公司的短期负债比率过高的问题。而这里的长短期债务是以会计标准一年为界线划分的。如果从资金的实际使用来看，通常10年以上的债务才是真正意义上的长期债务。考虑到中国上市公司长期负债中多为1年以上、3至5年以下的银行贷款，大多数中国上市公司的实际长期债务数额为零。

表3-2 2000-2008年非金融类上市公司债务期限结构表

年份	公司数	债务期限结构均值 (%)
2000	1054	12.91
2001	1130	13.07
2002	1192	12.94
2003	1253	13.31
2004	1339	13.4
2005	1400	12.87
2006	1412	13.73
2007	1521	15.14
2008	1575	15.2
平均	11876	13.71



注：横坐标上的数字1、2、3、4、5、6、7、8、9分别代表2000-2008年

图3-1 2000-2008非金融类上市公司平均债务期限结构趋势图

近年来，信贷市场和企业债券市场的相关数据显示，银行贷款和企业债券均

出现了长期化趋势。从银行贷款来看,2000年至2007年短期贷款增加了74.1%,而中长期贷款增加了370.9%,截至2007年底,银行的中长期贷款余额已达到131537.0亿元,同期短期贷款余额为114477.9亿元,两者的差距与2000年相比已经大大缩小。另一方面,企业债券市场也出现了类似的长期化趋势。2007年全年企业债券发行额达5059^⑥亿元,而2000年全年发行企业债券仅83亿元。但企业债券多以大型中央企业债券为主,大多由银行提供担保,信用等级较高,期限结构也以长期为主,十年期为主流品种。可见企业债券期限有偏向于中长期的趋势,据此也印证了图3-1中所反映的上市公司债务期限延长的倾向。尽管如此,中国上市公司以短期债务为主的融资现状并没有发生根本性的改变,3—5年的中长期银行贷款供给仍然少于短期银行贷款供给,企业债券市场的规模也远远小于银行贷款规模。

我国上市公司的债务期限结构普遍偏低,短期债务在债务融资总量中占有绝对优势,造成这一现象的主要原因在于:(1)股权融资偏好。由于现有的制度状况和偏低的股权融资成本,使上市公司可以大量、低成本地套取股东的资金,并可以低效地使用,而股东(无论是国有股东还是公众股东)无法对资金的运用和回报实施有效约束,在资本市场的博弈力量失衡的情况下,就必然导致上市公司对股权融资的强烈偏好,恰如免费的午餐必然会使需求者趋之若鹜。而这种偏好的必然结果是减少了对债权资本的需求,尤其是对长期债权资本的需求。(2)资本市场的融资约束。来自银行信贷市场的融资约束表现在:由于我国处于转轨经济的特定阶段,制度建设的落后不能为债权人提供有效的保护。在银行商业化改革逐步加强之后,对风险防范的现实需要使银行采取了融资歧视政策,即银行对长期贷款的审查十分严格,审查程序十分复杂,而对短期的贷款则较为宽松,这就增加了长期债务的隐性交易成本。尽管上市公司从银行融资可能比较方便,但是长期贷款和短期贷款的融资难度差异的存在,从而对上市公司债务期限结构的选择带来一定的融资约束;来自资本市场的融资约束还表现在企业债券市场方面。尽管近几年我国企业债券市场有了较大的进步,债券品种日益丰富,但是由于政府在企业债券发行主体、发行条件、发行利率和资金用途等方面的控制仍然过严,仍旧极大地限制了企业债券市场的发展,相较股票市场企业债券市场的规模层次还是相当滞后。据2007年统计资料显示,当年企业债券市场发行额仅相当于年末股票市价总值的0.015%。债券市场发展的现实情况对企业的债务期限选择

^⑥ 至本文截稿时,2009中国统计年鉴尚未公布,未能得到2008年企业债券市场数据。

会产生一定的影响，至少对希望采取债券融资的企业来说，债券市场限制了企业长期债务的使用。

本章集中讨论了目前我国上市公司的治理现状及其存在问题，同时也对上市公司债务期限结构的整体状况作了简要的分析，使我们对我国上市公司债务融资结构的现状有了总体的把握，为我们进行后续实证结果的理论分析提供了可靠的现实背景。

第四章 实证检验与分析

为了检验公司治理对我国上市公司债务期限结构选择的影响,本章以前述公司治理对债务期限结构的影响机制为基础,以我国上市公司治理现状为背景,具体分析股权结构和董事会特征等公司治理组成要素对公司负债融资行为的影响并提出研究假设,然后在此基础上进一步结合契约理论和代理成本理论来分析得到的检验结果。

一、研究假设

由于外部公司治理中的公司控制权市场、经理人市场依赖于资本市场和劳动力市场的发展,而对于我国现阶段来讲,这两个市场刚刚起步,难以获得相关数据,且其所起的作用极其有限,对债务期限结构的选择具有同一性和有限性。所以本文只考虑公司内部治理结构对债务期限结构的影响。

相对于长期债务而言,短期债务由于期限较短、不断到期和频繁的续借,从而使得经营管理者受到资本市场上的投资者、债权人、担保人以及信用评级机构的监督。因此,为了减少和避免外部监督和短期债务中较高的流动性风险,经营管理者倾向于延长债务期限,即减少短期债务。与此同时,根据前述的理论分析,良好的公司治理不仅能够一定程度上替代短期债务的监督功能,还能充分保护投资者、债权人等的利益,使公司融资时能够获得更稳定的长期债务,即公司治理水平高的公司能获得更稳定的长期债务,经营管理者也会选择增加长期债务;而治理水平较低的公司,债权人不愿意向其提供长期债务。因此本文提出总假设:

H0: 公司治理水平与债务期限结构正相关。

(一) 股权结构与债务期限结构

1、第一大股东与债务期限结构

显然有效监督可以缓解股东和经营管理者之间的代理问题,但是大部分股东由于监督成本可能超过由此带来的收益,而很少或者根本没有激励监督经营管理者,也就是存在所谓的“搭便车”问题。但对于第一大股东而言,其投票权和影响力较大,就具有能力和动力去监督经营管理者,即经营管理者行为在一定程度上受到抑制。因此,第一大股东的出现减少了使用短期债务作为监督手段,即第一大股东的持股比例与债务期限结构正相关。

虽然第一大股东的存在一方面能增加监督,从而减少委托代理问题,但另一方面也有产生私有控制收益的可能性和损害小股东利益的动机,即利益掠夺行为。因此,需要使用短期债务用来抑制第一大股东的利益掠夺行为。与此同时,第一大股东也具有产生侵害债权人利益的动机,即从债权人手中夺取利益,且比例越高,从事资产替代和过度投资的可能性越大。综上所述,由于第一大股东和小股东、债权人之间的代理问题,第一大股东持股比例高的公司应具有更多的短期债务,以减轻代理问题。即第一大股东持股比例应与债务期限结构负相关。

在现行制度背景下,投资者和债权人的权利保护较弱,第一大股东和小股东、债权人之间存在较为严重的利益冲突。据此提出假设:

H1: 第一大股东持股比例与债务期限结构负相关

2、股东身份与债务期限结构

国内外现有研究表明,股东身份的不同也会对债务期限的水平有所影响,而我国上市公司按照投资主体可以分为:国家股、法人股和流通股,因此本文将根据投资主体的不同来考虑其对债务期限结构的影响。

(1) 国家股比例与债务期限结构

国家作为企业的所有者或大股东,自身是没有能力控制企业的,而作为国家股的“代理人”——国资委及作为国家资本出资人代表的政府官员,虽然有剩余控制权,但没有剩余索取权。这种没有剩余收益权的控制权是缺乏激励的,所以无法从制度上保证其具有监督效果;另一方面,国家股背后的产权模糊以及多重代理拉长代理链条,也使所有者对经营管理者不能实行有效地控制和监督,从而造成经营管理者的内部控制和道德风险,导致公司治理的残缺。因此,国家股比例高的公司应有更多的短期债务,以抑制内部人机会主义,降低代理成本。据此提出假设:

H2: 国家股比例与债务期限结构负相关

(2) 法人股比例与债务期限结构

在证券市场中,法人股股东相对于国家股而言更具有“经济人”人格化特征,对经营管理者进行监控的积极性高于国家股,且若持股比例较大,一方面能在公司的决策中有较多的话语权,能够对经营管理者更替、资本结构选择、债务期限和股利政策等重要问题发挥作用,另一方面,董事会和监事会一般也会有法人股股东代表,进而也能对经营管理层起到了制约作用。此外,法人股股东不像流通

股股东以追求市场短期差价为目的，而是更关注公司中长期发展，以寻求良好的股利回报为目的。因此，法人股股东既有动力又有能力来监督经营管理者，且由于其在公司治理中能扮演重要角色，于是在一定程度上减少了短期债务的使用。据此提出假设：

H3：法人股比例与债务期限结构正相关。

（3）流通股比例与债务期限结构

由于流通股股东主要是个人股东，可随时通过“用脚投票”对内部人产生制约，也可通过参加股东大会和更换董事会对经营管理者实施监控，此外，若流通股比例较高可使得公司被接管的可能性增大，从而可能会导致经营管理层的更替。

但在我国，流通股股东一般既无动机也无能力对经营管理者进行监督和控制。首先，大多数流通股股东主要追求短期投机收益，而出于投资分红的流通股股东很少；其次，众多流通股股东由于成本和收益不对称而没有积极性去收集监督经营管理者所需的信息，于是产生了“搭便车”行为，直接或间接放弃自己的投票权；再次，我国上市公司的股权是以国家股和法人股等非流通股为主体，在董事会中几乎没有流通股代表，流通股对公司治理的影响甚微；最后，不少上市公司召开股东大会时，对与会股东有最小持股数量的限制，大量持有流通股的小股东被排斥在股东大会之外，而现有法律对小股东利益的保护缺乏力度。因此，流通股比例高的公司应具有相对较多的短期债务以抑制内部人机会主义行为，减缓代理冲突。据此提出假设：

H4：流通股比例与债务期限结构负相关。

3、管理层持股比例与债务期限结构

管理层持股对债务期限水平的影响是双向的。一方面，管理者持股有助于使经营管理者 and 所有者的利益趋同，减少管理层在职消费、侵占股东财富和进行其他非价值最大化行为的动机，进而减缓了经营管理者 and 股东之间的利益冲突，因此可相应减少用短期债务作为监督经营管理者的替代机制。于是，管理者持股应与债务期限结构正相关。

另一方面，管理层持股超过一定水平之后可能产生壕沟效应，不仅能更直接地控制公司，增加抵制董事会和外部压力的能力，而且能在不危及其职位和高薪的基础上从事非价值最大化行为。因此，随着管理者持股的增加，需要使用更多的短期债务应对可能出现的壕沟效应，即管理者持股与债务期限结构负相关。

由于我国大多数上市公司脱胎于国企，高管的激励强度处于较低的状态，管理层持股比例普遍偏低。因此，管理层持股对债务期限水平的影响可能是微不足道的。据此提出假设：

H5：管理者持股对债务期限结构的影响不显著。

（二）董事会特征与债务期限结构

作为连接股东和经营管理层纽带的董事会，代表众多股东对经营管理者进行监督与控制，并参与和批准有关企业的重大决策，是公司内部治理的核心之一，其治理的有效性直接关系到公司价值和利益相关者的利益。融资行为作为公司的重大决策之一，因此，董事会监督的有效性也会影响公司债务期限结构的选择，本文将从以下五个方面来考察董事会对债务期限结构的影响

1、董事会规模

董事会规模对董事会的有效性来说至关重要。一般来说，董事会规模越大，董事们对重大决策讨论的参与程度将越低；也降低了为应付危机在必须保证关键人物都到场的前提下迅速召集董事会议的灵活性，与此同时董事间沟通和协调问题会增大，讨论决策的效率会下降；且经营管理层能利用分而治之来操纵和控制董事会。董事会规模小的公司比董事会规模大的公司能更有效地减轻内部人控制程度。因此，董事会规模大的公司应具有更多的短期债务以抑制内部人机会主义行为，减缓代理冲突。据此提出假设：

H6：董事会规模与债务期限结构负相关。

2、独立董事比例

与内部董事相比，独立董事是公司管理者更有效的监督者，因为其既不代表出资人，也不代表公司管理层，独立于公司的经营管理活动，独立于可能影响他们做出独立判断的事务，并且关注维持他们在外部劳动力市场的声誉。即独立董事能够强化对经营管理层的监督，可在一定程度上制约经营管理层对股东、债权人等利益的掠夺行为。这样一方面债权人的权利得到有效保护，他们也更愿意接受期限较长的债务以获取长期稳定的信贷客户；另一方面，举债公司也愿意以比短期债务较低风险成本获得稳定的长期债务。于是，独立董事比例高的应具有相对多的长期债务。据此提出假设：

H7：独立董事比例与债务期限结构正相关

3、董事会活动

董事会活动在公司治理中的作用是混合的。随着董事会会议频率的增加,董事们就有更多的时间对公司战略的设置和管理层的监督问题交换意见,在一定程度上可以更有效的监督经营管理层;但在我国,董事会活动一般由经营管理层来确定日程,对部分董事来说董事会活动是一种被动行为,董事们没有太多时间来讨论经营管理层的活动或与经营管理层交换意见。据此提出假设:

H8: 董事会活动与债务期限结构负相关

4、两职合一

董事长和总经理是否合一,是董事会的另一特征。在公司内部治理中,重大决策的决策权和控制权相分离,总经理负责决策的制定和执行,董事长负责决策的控制,因此,两职合一相当于让其自己监督自己。这样就造成,一方面,总经理不能有效地执行涉及自身利益的决策,而具有更多追求自身利益而非公司利益的权力;另一方面,两职合一对董事会的控制力就更大,董事会的独立性受到影响,小股东更难在重要决策上发表意见,内部人机会主义行为更易发生。所以,董事长同时也是总经理的公司应具有更多的短期债务,以减缓代理冲突。据此提出假设:

H9: 两职合一的公司应具有较多的短期债务

5、高管领薪人员比例

按照经济人假设,高管未领薪人员由于不从公司获得报酬,缺乏激励。虽然他们不在公司获取报酬的条件下为公司工作,但是其工作努力程度必然会受到影响。所以高管中未领取酬劳人员比例越高,公司治理水平可能越差,那么公司越可能选择更多的短期债务。据此提出假设:

H10: 高管领薪人员比例与债务期限结构成正相关

二、变量定义和实证模型设计

(一) 变量定义

本文研究的是公司治理对债务期限结构的影响,故被解释变量为债务期限结构,解释变量是有关公司治理方面的替代变量(由于数据局限,因此本文实证部分主要采用公司内部治理的描述变量)。此外,将已有研究中证实对债务期限结构有影响的因素作为控制变量,研究变量的定义如下。

1、被解释变量

根据第二章中相关概念的分析可知,度量债务期限结构存在三种不同的方法,

由于我国上市公司财务报告未披露各种类型债务期限，因此本文采用资产负债表法对债务期限结构进行度量，即以长期债务（一年以上的债务）与总债务的百分比度量企业的债务期限水平（DM）。同时为了研究的可比性，本文长期负债和总债务与资产负债表中的定义完全相同。

2、解释变量

本文选择与公司治理紧密联系且对债务期限水平可能会产生一定影响的指标作为解释变量，主要包括股权结构、董事会特征等指标见下表。

表 4-1 解释变量表

变量名称	符号	变量界定
第一大股东持股比例	SP	第一大股东所持股数/总股份
国家股比例	SL	国家股股数/总股份
法人股比例	PL	法人股股数/总股份
流通股比例	AL	流通股股数/总股份
管理层持股	ML	管理层持股数/总股份
董事会规模	BS	Ln（董事会总人数）
独董比例	DR	独立董事人数/董事会总人数
董事会活动	BM	Ln（一年内董事会会议次数）
两职合一	BC	总经理兼任董事长，BC 为 1，否则为 0
高管领薪人员比例	MC	董事会、监事会和管理层中领取报酬人员总和/董事会、监事会和管理层人员总人数

3、控制变量

要实证检验公司治理对债务期限结构的影响，必须控制一些已知的对债务期限结构产生影响的公司特征因素。根据国内外现有研究结果，本文引入了下述指标作为控制变量，详见表4-2。

表 4-2 控制变量表

变量名称	符号	变量界定
成长性	GROW	资产的市场价值/账面价值 (M/B)
公司规模	SIZE ₁	Ln (总资产)
	SIZE ₂	Ln (营业收入)
资产期限	AM ₁	固定资产/总资产
	AM ₂	存货/总资产
资产流动性	LA ₁	流动资产/流动负债
	LA ₂	速动资产/流动负债
财务杠杆	LEV	总债务/总资产

(二) 实证模型设计

由于文中涉及的解释变量、控制变量数量较多，且相互之间可能存在显著的多重共线性，因此本文的实证分析将主要包括以下三个阶段：

第一阶段，初步的描述性统计分析，包括最大值、最小值、平均数及标准差，以了解样本数据的基本分布情况。

第二阶段，用因子分析法，消除变量间的相关性，然后根据因子载荷阵、专业知识和指标所反映的独特含义给予因子命名。

第三阶段，将第二阶段所提取的因子与被解释变量替代指标进行回归以检验其对债务期限水平的解释能力。即将替代因子引入如下模型：

$$DM = \alpha \pm \sum_{i=1}^{i=n} \beta_i * X_i + \varepsilon$$

其中， X_i 为第*i*个因子， α 为常数项， β_i 为其系数， ε 为随机误差项。

三、样本选择与数据来源

本文以2007年——2008年非金融类上市公司数据为研究对象，为了保证数据的有效性，故依据以下原则进行筛选：（1）考虑到极端值对统计结果的不利影响，剔除了ST、PT类公司和数据残缺、数据异常的公司，以及被注册会计师出具过非标准意见的上市公司；（2）由于国内投资者关注的主要是A股，且B股和H股对A股的信息披露有所影响，所以剔除了同时发行B股或者H股的A股上市公司；（3）考虑到新上市公司的业绩容易出现非正常性的波动，而且公司内部各方面的运行机制还不够健全和完善，所以新上市公司也未包含在样本中，即选取了2001年12

月31日之前在深沪两市上市的非金融A股公司为样本,筛选后剩余761家公司,共1522个观测值。

按照以上原则,本文所采用的财务数据来源于上市公司在其指定信息披露媒体——巨潮资讯网上所公布的年报和公告,部分数据来源于CSMAR(国泰安研究服务中心)数据库。计算过程采用的是Excel和统计分析软件SPSS14.0 for Windows。

四、实证分析

(一) 描述性统计分析

运用SPSS统计软件对样本数据进行统计分析得出如下结果(见表4-3)。

表 4-3 变量的描述性统计分析

变量	最小值	最大值	均值	标准差
债务期限水平(DM)	0	0.9239	0.1823	0.1872
第一大股东持股比例(SP)	0.0355	0.8523	0.3588	0.1562
国家股比例(SL)	0	0.8359	0.2532	0.2208
法人股比例(PL)	0	0.8498	0.3586	0.2399
流通股比例(AL)	0.0878	1	0.4043	0.1356
管理层持股比例(%) (ML)	0	3.284	0.0228	0.0486
董事会规模(BS)	5	18	9.7563	2.2361
独董比例(DR)	0	0.5743	0.3346	0.0531
董事会活动(BM)	3	27	7.535	3.4107
两职合一(BC)	0	1	0.1184	0.3045
高管领薪人员比例(MC)	0.05	1	0.6214	0.3962

1、债务期限结构情况

从描述性统计中可以看出,在样本公司中长期债务占总负债的均值仅为0.1823,这说明在中国上市公司债务主要以短期债务为主,长期债务比重偏低,且低于绝大多数国家的平均水平,正如前文所述这与中国的制度背景有密切相关。首先,国内商业银行对公司中长期贷款的审批条件、审批手续等较为严格和复杂,而短期贷款条件较为宽松;其次,我国资本市场发展较为不平衡,股票市场发展较为迅速,而债券市场则由于行政管制、法律制度不完善和信用市场尚未建立等原因发展缓慢,借贷规模较小;再次,在债权人保护方面的法律规章较为薄弱,债权人的权益受到潜在的威胁;最后,虽近几年各上市公司普遍较为重视公司治理,但公司治理水平仍较低,主要体现在委托代理问题、一股独大、机构投资者

较少，这也造成债权人不愿意向上市公司提供长期债务。

2、公司治理情况

从描述性统计分析可以看出，公司治理变量主要体现以下特征：（1）第一大股东持股比例均值为0.3588，说明第一大股东持股比例较高，即“一股独大”现象较为严重；（2）股权性质方面，虽然流通股比例均值达到了40.43%，但非流通股仍旧占据了主导地位；（3）平均来讲，管理层持股比例仅为0.0228%，说明中国上市公司的管理层持股比例普遍较低，只有极少数上市公司的管理层持股比例相对较高；（4）样本公司董事会的董事人数最多为18人，最少5人，平均为10人左右，基本在《公司法》规定的范围内；（5）董事会中独立董事的比例平均为33.46%，也满足30%的法定水平；（6）董事会当年的会议次数最多为27次，最少为3次，平均为7.5，即相当于每两个月就有一次董事大会；（7）超过10%的上市公司总经理兼任董事长；（8）高管中仍有37%左右未从上市公司领取报酬。

（二）因子分析

由于选取的某些变量之间存在较强的相关性，因此有可能用较少的综合指标分别综述存在于各变量中的各类信息，即进行因子分析，用以减少变量间存在的多重共线性。在因子分析前，首先进行KMO测度，以检验样本是否适合做因子分析，结果显示值为0.697（大于0.5），说明数据具有相关性且适合作因子分析。运用因子分析，得到相关矩阵的特征值和方差贡献率（见表4-4）。

表 4-4 相关矩阵的特征值和方差贡献率

	主成分方差			提取平方负荷总和			旋转平方负荷总和		
	特征	方差	累计	特征	方差	累计	特征	方差	累计
1	3.12	13.67	13.67	3.12	13.67	13.67	2.57	11.57	11.57
2	2.46	12.53	26.20	2.46	12.53	26.20	2.23	11.24	22.81
3	2.12	11.08	37.28	2.12	11.08	37.28	2.05	10.67	33.48
4	1.98	9.62	46.90	1.98	9.62	46.90	1.99	10.02	43.50
5	1.75	8.34	55.24	1.75	8.34	55.24	1.87	9.76	53.26
6	1.51	7.47	62.71	1.51	7.47	62.71	1.75	8.68	61.94
7	1.47	6.43	69.14	1.47	6.43	69.14	1.54	7.52	69.46
8	1.32	5.96	75.10	1.32	5.96	75.10	1.46	6.34	75.80

9	1.23	4.96	80.06	1.23	4.96	80.06	1.37	5.71	81.51
10	1.15	4.32	84.38	1.15	4.32	84.38	1.25	4.60	86.11
11	1.08	3.79	88.17	1.08	3.79	88.17	1.13	3.71	89.82
12	0.97	3.25	91.42						
13	0.93	2.77	94.19						
14	0.72	2.24	96.43						
15	0.51	1.68	98.11						
16	0.39	1.05	99.16						
17	0.21	0.63	99.79						
18	0.1	0.21	100.00						

根据累积方差贡献率大于或等于85%的原则,从表4-4可以看出选取前11个因子替代所有解释变量和控制变量进行分析,它们的累计方差占总方差的88.17%,即能够解释全部原始变量88.17%的信息,所以用这11个因子来代替原来的18个变量。

表4-5为因子负荷矩阵,此表揭示了因子与自变量间的相关程度,为了简化载荷阵,方便对公共因子进行解释,本文选用方差最大法旋转因子,并按照旋转结果对提取的因子进行命名。

因子1上有显著负荷的变量是第一大股东持股比例,因而因子1被定义为第一大股东持股比例;

因子2上有显著负荷的变量是国有股比例、法人股比例和流通股比例,因而因子2被定义为股东性质;

因子3上负荷的变量是管理层持股比例及高管领薪人员比例两个变量,因而因子3被定义为高管激励机制;

因子4上负荷的变量有流动比率和速动比率,因而因子4被定义为资产流动性;

因子5上负荷的变量董事会规模和董事会活动,因而因子5被定义为董事会特征1;

因子6上负荷的变量有总资产和营业收入,因而因子6被定义为公司规模;

因子7上负荷的是财务杠杆,因而因子7被定义为财务杠杆;

因子8上负荷的变量是独立董事比例,因而因子8被定义为董事会特征2;

因子9上负荷的变量有固定资产比例和存货比例,因而因子9被定义为资产构成;

因子10上负荷的变量是M/B,因而因子12被定义为成长性;

因子11上负荷的变量是两职合一情况，因而因子11被定义为董事会特征3

表 4-5 因子负荷矩阵

	因 子										
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
第一大股东持股比例	0.635	0.111	0.007	0.010	0.031	0.033	0.041	0.022	0.029	0.007	0.002
国家股比例	0.134	0.851	0.028	0.013	0.008	0.008	0.047	0.015	0.008	0.013	0.036
法人股比例	0.042	0.729	0.024	0.026	0.015	0.015	0.024	0.054	0.012	0.014	0.017
流通股比例	0.156	0.602	0.018	0.005	0.017	0.018	0.005	0.018	0.014	0.006	0.005
管理层持股	0.014	0.036	0.932	0.041	0.041	0.023	0.016	0.031	0.001	0.024	0.011
Ln(董事会总人数)	0.011	0.004	0.024	0.017	0.829	0.031	0.013	0.065	0.028	0.002	0.007
独董比例	0.027	0.036	0.045	0.005	0.101	0.108	0.024	0.752	0.087	0.011	0.004
Ln(董事会会议次数)	0.019	0.005	0.039	0.013	0.974	0.011	0.017	0.092	0.008	0.113	0.029
两职合一	0.002	0.025	0.011	0.003	0.016	0.019	0.036	0.008	0.112	0.005	0.985
高管领薪人员比例	0.004	0.089	0.873	0.001	0.038	0.012	0.034	0.005	0.036	0.008	0.010
M/B	0.021	0.009	0.054	0.009	0.025	0.014	0.008	0.010	0.004	0.829	0.003
Ln(总资产)	0.163	0.015	0.226	0.196	0.137	0.870	0.027	0.029	0.093	0.225	0.017
Ln(营业收入)	0.079	0.012	0.145	0.067	0.074	0.892	0.046	0.045	0.282	0.354	0.035
固定资产比例	0.005	0.005	0.006	0.043	0.039	0.009	0.027	0.027	0.926	0.013	0.005
存货比例	0.020	0.034	0.024	0.059	0.041	0.391	0.015	0.015	0.853	0.027	0.024
流动比率	0.021	0.027	0.026	0.951	0.009	0.005	0.016	0.014	0.025	0.024	0.004
速动比率	0.023	0.034	0.023	0.947	0.002	0.047	0.012	0.006	0.012	0.021	0.003
财务杠杆	0.059	0.042	0.031	0.022	0.056	0.478	0.885	0.042	0.352	0.042	0.016

(三) 回归分析

根据模型及样本数据，利用SPSS统计软件得到的回归分析结果如下表所示(见表4-6)。调整的 R^2 为0.5986，回归方程的拟合优度较好。经查F分布表，方程通过了F检验，证明所有自变量的回归系数不同时为零，因变量和自变量之间确实存在着线性关系。由T检验的结果可以看出，大部分自变量能够较好的解释说明因变量的变化，虽然有一部分自变量的T检验结果没有通过，但是仍有其特定的经济意义，

因而保留在回归方程中。根据上述的统计指标，模型体现出了较好的回归效果。

表 4-6 公司治理与债务期限结构的回归结果

变量	系数	t 值
常数	-0.8256	-9.3471 **
第一大股东持股比例	-0.0507	-3.1205 **
股东性质	-0.0152	-1.8851 *
高管激励机制	0.0108	0.4128
资产流动性	-0.1783	-20.5237 **
董事会规模、活动	-0.0204	-1.6537
公司规模	0.0510	7.3578 **
财务杠杆	0.6501	3.7335 **
独董比例	0.0468	1.3752
资产构成	0.2315	12.231 **
成长性	0.0074	0.9985
两职合一	-0.0067	0.8251
R ²	0.6602	
调整的 R ²	0.5986	
F 值	24.2681	

** 表示系数在0.01的置信水平上显著，

* 表示系数在0.05的置信水平上显著

根据检验结果，分析如下。

1、股权集中度与债务期限结构

根据检验结果可以看出，第一大股东持股比例与债务期限水平显著负相关，即第一大股东持股比例越高，上市公司短期债务就越多，验证了假设H1。这说明在中国小股东和债权人法律保护较弱的情况下，第一大股东的存在可能并不能有效地减少管理者机会主义行为，即存在代理冲突问题，且随着第一大股东持股比例的增加，代理冲突加剧，因此增加短期债务的使用，可以减缓代理冲突，减轻债务代理成本问题。另一种可能原因是，由于存在控股股东的机会主义行为，控股股东更偏好于权益融资来规避风险，且在我国权益融资相对于长期负债融资而

言, 审批条件和手续更为宽松和便捷, 于是这进一步增强第一大股东持股比例与债务期限水平的负相关关系。

2、股权性质与债务期限结构

从代理成本理论来说, 国有股比例高和流通股比例高的公司应会倾向于使用较低的长期债务, 法人股比例高的公司更倾向于使用高的长期债务。实证结果为负但不很显著, 说明我国上市公司股权治理的代理缺失问题; 也说明公司的债务期限水平也受法人股持股比例的影响, 法人股股东相对于国家股和流通股而言, 更具有动力和能力监督管理者; 而流通股比例高的公司不一定股权分散化程度高, 第一大股东持股比例可能比较高, 而第一大股东持股比例与债务期限水平显著负相关, 于是也导致股权性质与债务期限水平负相关; 此外, 我国上市公司的股权还是主要集中于非流通股上, 同时以小股东为主的流通股股东普遍存在“搭便车”行为, 弱化了股权所有者的监督功能, 助长了控股股东的机会主义行为, 于是需要短期债务作为约束机制来约束控股股东。

3、高管激励与债务期限结构

根据回归结果可知, 高管激励机制对债务期限水平的影响为正但不显著。主要由于一方面高管薪酬的披露不仅不完全真实, 且具有极大的不稳定性和金额偏小, 无法起到有效的激励作用, 此外, 对高管的激励并不仅限于薪酬的多少, 更多依赖于薪酬制度的安排; 另一方面, 上市公司管理层持股比例普遍偏低, 也造成高管激励机制对债务期限水平的影响有限。

4、董事会特征与债务期限结构

董事会规模和活动因子的系数是负的但不显著。这可能是由于: 首先, 现阶段我国上市公司的规模和会议次数多是出于制度性安排, 缺乏自愿性需求, 从而导致董事会难以发挥规模效应和会议沟通效应; 其次, 规模大的董事会由于沟通和协调等问题, 对经营管理者的控制能力下降, 即董事会规模大的公司使用更多的短期债务来抑制内部人控制, 减缓代理冲突; 最后, 一方面, 董事会活动越频繁, 董事们有更多的时间交换意见、设置战略和监督经营管理者; 另一方面, 由于董事会会议日程由总经理确定, 外部董事们只是被动的接受, 很难有效地利用会议来沟通公司的重大决策, 或与管理层进行有价值的交换意见, 而且, 日常繁重工作占用了大量会议时间, 这使得董事们很少有机会对经营管理者进行控制, 但是这两个效应似乎没有一个效应占上风, 于是导致董事会会议对债务期限水平

的影响不显著。

独立董事比例高的公司倾向于使用较少的短期债务，与理论预期一致。表明由于独立董事的有效监督，独立董事比例高的公司，有效地抑制控股股东和内部人的机会主义行为，减少了短期债务的使用。

董事长和总经理两职合一的系数是负的但不显著，这与提出的研究假设基本相吻合。表明两职合一时，首先，总经理不能有效地执行涉及自身利益的决策，即具有更多追求自身利益而非股东利益的权力；其次，对董事会的控制力更大，董事会的独立性将受到影响，将进一步导致小股东更难在重要决策上发表意见，内部人控制更严重。于是，两职合一的公司具有更多的短期债务以抑制内部人机会主义行为，减缓代理冲突。

5、控制变量的检验

本文的证据支持已有的关于债务期限结构影响因素的研究结果。即资产流动性好的公司倾向于使用较低的长期负债；公司规模与债务期限水平成显著正相关，印证了大公司在长期借款方面的优势；财务杠杆与债务期限正相关，说明财务风险是增加长期债务的重要原因之一；资产构成的系数为正，符合期限配比假说；成长性的系数符号为正却并不显著，不支持具有更多成长机会的公司将发行更多的短期债务和维持更短的债务期限水平理论，但支持流动性风险假说，即具有长期投资机会的公司趋向于发行长期债务以防范流动性风险。

综上，本研究主要分析了公司治理中的股权结构、董事会特征和管理层激励对公司债务期限结构的影响，研究结果表明公司治理的确在一定程度上影响公司债务期限结构的选择。然而债务期限结构本身并不一定存在优劣之分，也不可能断言一个“好”的治理就可以带来一个“好”的债务期限结构，因为公司在资本市场上的融资情况除了受到公司治理等主观属性的有限影响外，更有来自公司经营特征、竞争势态以及宏观环境等客观属性的制约，某些控制变量对债务期限结构的影响程度明显大于解释变量对债务期限的影响程度就足以说明之（见表4-6）。唯一可以肯定的是良好有序的公司治理能够在一定程度上降低代理成本、保护投资者的利益，减缓公司的融资瓶颈，为公司长期债务融资能够提供一定程度的保障。

本章结合我国上市公司的现实背景，探讨了公司治理对上市公司债务期限结构选择的影响。利用2007—2008年我国上市公司的761个有效样本，通过因子分

析和多元线性回归检验了公司治理对债务期限结构选择的解释能力。得到的大部分结论表明，公司治理对公司的债务期限结构存在重要的影响，公司治理水平越高越有利于其获得长期债务融资，因而从经验角度证明了完善公司治理对优化我国上市公司债务期限结构的重要性。

第五章 结论、政策性建议及局限性

本章作为全文的总结主要包括以下几个部分：首先对本文的研究结果进行总结；在研究结论的基础上提出相应的政策性建议；最后分析本文存在局限性，并对后续的深入研究做出展望。

一、主要研究结论

本文以我国上市公司的数据为研究样本，以契约理论、代理成本理论等为基础，综合运用规范与实证分析相结合的方法，凭借因子分析和多元回归等手段对公司治理如何影响债务期限结构选择进行了实证检验，所获得的大部分结论表明治理水平高的公司具有相对多的长期债务，大部分假设得到了证据的支持。主要结论如下。

第一，公司治理与债务期限结构间存在优化互补机制。研究结论表明，公司治理与公司的债务期限结构之间存在着相互的作用，有效的公司治理能在一定程度上替代短期债务成为监督内部人和保护外部投资者的有效工具。换句话说，上市公司的公司治理水平越高，越有利于公司获得长期外部融资，可以乐观的预计随着未来我国上市公司治理水平的提升，长期资金的融资瓶颈会有一定程度的缓解。

第二，第一大股东对债务期限结构的选择有明显影响。前文的参数检验和回归分析结果显示，第一大股东持股比例与债务期限水平显著负相关，即第一大股东持股比例越高，上市公司短期债务就越多。随着我国资本市场的发展和保护小股东和债权人的法律的完善，可以预言第一大股东的存在将会有效地减轻代理冲突问题，且随着第一大股东持股比例的增加，债务期限结构的变化将成为正向的，这也会在一定程度上逆转股权性质与债务期限结构的关系。

第三，独立董事制度对公司债务融资结构的优化存在积极作用。尽管研究结果没有能够得到有力支持董事会规模与活动对债务期限结构影响的证据，但却发现独立董事比例高的公司存在使用较少的短期债务的倾向。这说明由于独立董事在一定范围内能够发挥有效监督作用，抑制控股股东和内部人的机会主义行为，从而在一定程度上替代短期债务的监督工具作用，因此应该进一步加强我国上市公司的董事会制度建设。

二、政策性建议

为了实现我国上市公司债务期限结构优化、降低经营风险,需要建立一个合理的债务期限结构与高效率公司治理的协调发展机制,达到治理结构能有利于债务期限结构的优化,债务期限结构能保障公司治理制衡机制的良好运行的目的。

(一) 优化股权结构

股权结构问题是公司治理结构的基础性问题,优化股权结构是完善公司治理机制的根本途径。为此,应该加快股权分置改革的速度和力度,全面解决全流通问题。同时采取措施促进股市的活跃,鼓励对有投资价值公司的投资,使上市公司股权逐步分散。针对上市公司中大量的国有股权,多途径多手段并举,将部分国有股由普通股转换为优先股、实现股权转债或向社会公众和战略投资者配售。进一步推进国有股减持,还要注意将培育法人股东和社会投资多元化结合起来。加快培育法人股东的进程,就要促进银行及其他金融机构的法人股东化的深化,鼓励企业法人相互持股,积极引入战略投资者和外资法人股。同时,培养合格的机构投资者并引入有治理能力的机构投资者,如保险公司、养老基金、证券投资基金及国外机构投资者等,实现上市公司股权的优化组合,这样才能形成几名相差不大的大股东并存的制衡股权格局。

(二) 完善董事会制度

董事会中公司治理结构的核心,董事会制度是监督内部人懈怠行为,维护所有者权益的重要保障。针对当前上市公司董事会建设中存在的问题,应进一步改进和完善董事会制度,改善董事会内部结构,实行严格的董事长与总经理分设制度,强化董事的责任和义务,通过建立明确的董事会制约机制来限制内部人对外部股东和债权人利益的损害。为了能够充分发挥独立董事的作用,制约和监督经理等高层管理者对股东利益的损害,保护中小股东的利益,需要进一步增强董事会的独立性。首先,《公司法》中应明确规定股份公司董事会中非执行董事(外部董事)的最低比例并对执行情况加强监管。其次要明确外部董事的具体职责,增强外部董事对公司经营决策的参与程度,发挥外部董事的智库作用。再次,完善独立外部董事制度和流通股董事制度,充分发挥独立董事在专门委员会中的专业导向作用,增强中小股东在公司经营决策中的话语权。

(三) 壮大债券市场

丰富公司的融资渠道,削减融资瓶颈,就要建立完善的多层次资本市场,这

意味着不能仅有股票市场，还要有债券市场；不仅有政府债券，还要有公司债券。壮大债券市场首先应积极推进立法工作，不断完善企业债券法律法规体系，并参照成熟债券市场的做法，减少现有法规中关于发债主体、发债程序、发债条件等方面存在的过多不合时宜的限制。其次要丰富债券的期限和品种，增加债券市场的供应。再次要大力发展客观公正的信用评级中介机构，积极改善市场条件，促进银行间债券市场和交易所债券市场的互动，提高二级市场流动性。最后要完善做市商制度，有计划地引进企业债券市场机构投资者，推动债券经纪业务的开展。

（四）强化银行在公司治理中的作用

长期以来在我国社会经济发展中银行一直是资本供给与配置的主导力量，短期内银行主导型融资模式作为一种制度安排不会改变。在此约束下必须使国有银行成为真正拥有权利与利益的市场主体，才能激发国有银行的相机治理效能，发挥银行在公司治理中的作用。首先应以产权改革为突破口，制定短期和长期改革目标，与中国整体经济与政治体制改革的渐进性特征相协调，积极稳妥地推进国有银行的产权制度改革，改变现有制度安排存在的“虚置产权制度设计”缺陷，加快银行的商业化和公司化进程。其次要加快转变政府职能，理顺政府与银行的关系，减少政府对银行经营活动的行政干预，特别是彻底消除国有银行的政策性贷款，使国有银行真正按照商业化原则自主经营、自负盈亏、自我约束、自我发展。再次，要健全主办银行制度，使银行能够适度持有公司股票，从而形成股权和债权的双重约束，提高债权治理效率。

三、本研究的不足之处

尽管对本文的研究主题进行了理论和实证两方面的努力探索，但受篇幅、时间以及笔者研究水平的限制，在研究方法和手段等方面本文还存在较大的不足。

首先，由于不能获得各项债务的组成信息，本文只能选取长期债务占总债务百分比指标度量债务期限结构，显然这种计算方法简单而又粗糙，未能区别对待不同期限的债务，这可能会给研究结果带来一定的影响。

其次，本文未能对控制权市场、经理人才市场等外部治理要素进行实证检验，因此本文的研究结论没能体现外部治理因素对公司债务期限结构的影响。就此而言，本文关于公司治理与债务期限结构的研究仅仅算是一个开始。

四、后续研究展望

对于公司治理和债务期限结构关系的研究，还有许多值得深入探讨的地方，例如，我们可以拓宽公司治理的范围，将制度环境纳入研究视线，深入地探讨公司治理对债务期限结构选择的影响，当然这既包括法律、法规等正式制度也包括政治关系等非正式制度。另外债务期限结构度量指标的精确性必然会影响到对其研究的有效性，所以如何找到更准确的债务期限结构替代指标也应是未来研究的题中应有之意。

参考文献

- [1]袁卫秋. 债务期限结构理论综述[J]. 会计研究, 2004 (10)
- [2]袁卫秋. 我国上市公司的债务期限结构[J]. 会计研究, 2005 (12)
- [3]肖作平. 对我国上市公司债务期限结构影响因素的分析[J]. 经济科学, 2005 (3)
- [4]陈文浩、任娟华. 企业债务期限结构的行业特征[J]. 上海财经大学学报, 2007 (8)
- [5]王霞、袁卫秋、卢慧芳. 关于债务期限结构影响因素之研究[J]. 财会通讯, 2008 (2)
- [6]郑建明、谢潇潇. 我国上市公司债务期限结构的决定因素[J]. 当代财经, 2008 (2)
- [7]杨胜刚、何靖. 管理者持股与公司债务期限结构[J]. 山西财经大学学报, 2007 (10)
- [8]肖作平、廖理. 大股东、债权人保护和公司债务期限结构的选择. 管理世界, 2007 (10)
- [9]王泽填、程建伟. 股权结构与公司债务期限结构的关系研究[J]. 山西财经大学学报, 2008 (9)
- [10]向锐. 董事会特征与公司债务期限选择[J]. 山西财经大学学报, 2009 (3)
- [11]刘志远、毛淑珍、乐国林. 政府控制、终极控制人和上市公司债务期限结构. 当代财经, 2008 (1)
- [12]郑红亮、王凤彬. 中国公司治理结构改革研究: 一个理论综述[J]. 管理世界, 2000 (3)
- [13]钱颖一. 企业的治理结构改革和融资结构改革. 经济研究, 1995 (1)
- [14]张维迎. 产权、激励与公司治理[M]. 北京: 经济科学出版社, 2005
- [15]杨瑞龙. 企业理论: 现代观点[M]. 北京: 中国人民大学出版社, 2005
- [16]王满四. 企业负债的债务治理机制分析[J]. 广州大学学报(社会科学版), 2006 (8)
- [17]坦尼夫、张春霖. 建立现代市场制度: 中国的公司治理与企业改革. 经济

社会体制比较, 2002 (4)

[18]徐向艺. 高管人员报酬激励与公司治理绩效研究[J]. 中国工业经济, 2007 (2)

[19]邓莉、张宗益、李宏胜. 银行债权的公司治理效应研究[J]. 金融研究, 2007 (1)

[20]苏启林, 申明浩. 不完全契约理论与应用研究最新进展[J]. 外国经济与管理, 2005 (9)

[21]杰恩·戈弗雷、阿伦·霍奇森. 会计理论[M]. 北京: 中国人民大学出版社, 2007

[22]托马斯·科普兰. 金融理论与公司政策[M]. 上海: 上海财经大学出版社, 2007

[23]黄少安、张岗. 中国上市公司股权融资偏好分析[J]. 经济研究, 2001 (11)

[24]郭彩军. 国有企业内部人控制问题及法律对策[J]. 北方工业大学学报, 2007 (6)

[25]肖作平. 公司治理对资本选择的影响[J]. 管理科学学报, 2008 (10)

[26]席敏. 我国多层资本市场体系的构建及完善思路[J]. 西南科技大学学报, 2009 (8)

[27]祁小琼. 主办银行制度运用于中小企业融资研究[J]. 经济研究导刊, 2007 (10)

[28]达摩达尔·N·古扎拉蒂. 计量经济学基础[M]. 北京: 中国人民大学出版社, 2005

[29]罗应婷、杨钰娟. SPSS 统计分析从基础到实践[M]. 北京: 电子工业出版社, 2008

[30]Myers S C. Determinants of Corporate Borrowing[J]. Journal of Financial Economics, 1977 (5)

[31]Barnea, Haugen and Senbet. An equilibrium analysis of debt Financing under costly tax arbitrage and agency Problems[J]. Journal of Finance, 1981 (36)

[32]Jensen Michael C. Agency Cost of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers[J]. American Economic Review, 1986 (76)

[33]Hart, Moore. Debt and seniority: an analysis of the role of hard claims in

- constraining management[J]. *American Economic Review*, 1995 (85)
- [34] Flannery M J. Asymmetric Information and Risky Debt Maturity Choice[J]. *Journal of Finance*, 1986 (41)
- [35] Kale J R. and Noe T H. Risky Debt Maturity Choice in a Sequential Equilibrium[J]. *Journal of Financial Research*, 1990 (13)
- [36] Diamond D W. Debt Maturity Structure and Liquidity Risk[J]. *Quarterly Journal of Economics*, 1991 (106)
- [37] Brick I E. and Ravid S A. On the Relevance of Debt Maturity Structure[J]. *Journal of Finance*, 1985 (40)
- [38] Brick I E. and Ravid S A. Interest Rate Uncertainty and the Optimal Debt Maturity Structure[J]. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 1991 (26)
- [39] Kane A. Marcus A J. and McDonald R L. Debt Policy and the Rate of Return Premium to Leverage[J]. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 1985 (20)
- [40] Lewis C M. A Multiperiod Theory of Corporate Financial Policy under Taxation[J]. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 1990 (25)
- [41] Kim, Mauer and Stohs. Corporate debt maturity policy and investor tax-timing options: theory and evidence[J]. *Financial Management*, 1995 (24)
- [42] Morris James R. On Corporate Debt Maturity Strategies[J]. *Journal of Finance*, 1976 (31)
- [43] Emery G W. Cyclical Demand and the Choice of Debt Maturity[J]. *Journal of Business*, 2001 (74)
- [44] Barclay M J. and Smith C W. The Maturity Structure of Corporate Debt[J]. *Journal of Finance*, 1995 (50)
- [45] Stohs, Mauer. The determinants of corporate debt maturity structure[J]. *Journal of Business*, 1996 (69)
- [46] Aydin. The determinants of corporate debt maturity: evidence from UK firms[J]. *Applied Financial Economics*, 2002 (12)
- [47] Antonios, Yilmaz and Krishna. The Determinants of Debt Maturity Structure[J]. *European Financial Management*, 2006 (12)
- [48] Kailan, Richard and Yilmaz. Debt maturity structure of Chinese

companies[J]. Pacific-Basin Finance Journal , 2008 (16)

[49]Datta、Iskandar-Datta and Raman,K. Managerial stock ownership and the maturity structure of corporate debt[J]. Journal of Finance 5, 2006

[50]Marchica M.T. .On the relevance of ownership structure in determining maturity of debt[R]. SSRN Working Paper, 2006.

[51]Garcia and Martinez . Ownership structure and debt maturity: new evidence from Spain[R]. SSRN Working Paper, 2006

[52]Arslan、Karan. Ownership and Control Structure as Determinants of Corporate Debt Maturity [J] . Corporate Governance, 2006

[53]Jarrad and Kai. Corporate Boards and the Leverage and Debt Maturity Choices[R] . SSRN Working Paper, 2007

[54]Pornsit、Jiraporn . Debt Maturity Structure、Shareholder Rights and Corporate Governance[R] . SSRN Working Paper, 2007

[55]La Porta、Lopez-de-Silanes、Shleifer and Vishny. Investor protection and corporate governance[J]. Journal of Financial Economics, 2000 (58)

[56] Fan、Titman . An International Comparison of Capital Structure and debt maturity choice[J],2003

攻读硕士学位期间公开发表的论文

- 1、“公司债务治理的透析”，《法制与经济（理论版）》，2009年10月
- 2、“我国上市公司治理现状及改善对策”，《西部科教论坛》，2010年3月

致 谢

光阴似箭，岁月如梭，研究生的学习即将进入尾声。在硕士学位论文完成之际，我向曾经给我帮助和支持的人们表示衷心的感谢！

我首先要向我的导师俞雪华老师表示最诚挚的谢意，衷心感谢我的导师三年来对我的悉心指导和帮助，感谢俞老师对本文的选题、写作和定稿做出的精心指导。俞老师渊博的学识、严谨的治学态度、宽容的为人深深地感染和启迪着我，这几年的言传身教使我受益终身。

借此机会，我还要向商学院的其他众多优秀教师以及与我朝夕相处的同窗好友，表示深深的谢意。

我要特别感谢我的父亲、母亲、妻子和女儿，在三年的学习生涯中，他（她）们的无私关爱、鼓励和支持，是我不断前进的力量源泉。

最后，衷心感谢在百忙之中抽出时间盲审本文并提出宝贵意见的老师和莅临答辩指导的各位专家、教授！

温贺军

2010年4月6日