

# 公司融资结构的治理效应分析

胡元林, 盛朴, 缪彬

(昆明理工大学 管理与经济学院, 云南 昆明 650093)

**摘要:** 现代公司的突出特征, 是所有权与经营权的分离. 所以, 在经营者与所有者之间建立起制衡关系的公司治理结构是现代公司制度的核心. 为使公司的价值最大化, 所有者常采用激励和约束的方式控制经营者. 本文从制约的角度, 分析了各种融资方式对公司经营者的不同治理效应, 指出了我国股权融资和债权融资治理弱化的原因, 提出了相应对策.

**关键词:** 债权融资; 股权融资; 融资结构

中图分类号: F275.1 文献标识码: A 文章编号: 1007-855X(2005)04-0099-05

## Governance Effect of Corporate Financial Structure

HU Yuan-lin SHENG Pu MIAO Bin

(Faculty of Management and Economics, Kunming University of Science and Technology, Kunming 650093, China)

**Abstract** Building up rational corporate governance between owners and managers is the core of modern corporate system. In order to maximize shareholder value, owners always restrict managers by stimulations and constraints. The governance effect of different financing channels on managers is analyzed from the angle of constraint. The reasons for the weakening in equity financing and debt financing of China's companies are then pointed out. Finally, countmeasures are offered.

**Key words** debt financing, equity financing, financial structure

### 0 引言

由于代理人问题的存在, 公司的外部控制一般会同时采用两种控制方式: 股权控制与债权控制相互补充. 在现代市场经济条件下的公司中, 债务与股权不应仅仅看作是不可替代的融资工具, 而且更应看作是不可替代的治理结构; 资本结构是否合理在很大程度上决定着公司治理效率的高低. Aghion 和 Bolton (1992) 认为: 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给债权人. 因此, 选择合适的融资结构, 充分发挥其治理作用, 对现代公司至关重要.

### 1 融资结构治理效应的理论分析

根据 MM 定理, 公司融资可以完全采用债务的方式, 也可以采用完全的股权形式, 都不会对公司的价值造成实质的影响, 这一结论没有明确各种融资方式的治理含义. 此后, 经济学家们纷纷放宽 MM 定理中过于简化的理论假设, 尝试从不同方面来研究影响资本结构的主要因素. 特别是 Browne (1994)、Rajan (1995) 等人对各国公司资本结构的比较研究, 极大地扩展了资本结构理论的内涵. 哈特、布莱尔更是把对公司资本结构与公司控制权、公司治理的研究联系起来, 他们认为, 公司资本结构不仅是公司自身的决策问题, 也与一国的经济发展阶段、金融体系以及公司治理机制等外部制度因素密切相关. 由于不同的融资

收稿日期: 2004-09-28

第一作者简介: 胡元林 (1971~), 男, 硕士, 讲师. 主要研究方向: 公司理财、公司治理与财务会计.

E-mail: huyuanlin2000@sohu.com

方式所产生的代理成本不同,必然会产生不同的治理安排,也就产生了不同的治理效应。

### 1.1 股权融资的治理效应分析

在两权分离的现代公司中,存在着代理问题, Jensen & Meckling (1976) 将代理关系定义为一种契约关系,在这一契约中,委托人聘用他人代表其从事某种活动,并授予代理人某些决策权。在现代公司中,股东在购买股票的同时,也就与公司形成了一种契约:股东委托公司经营者代表其从事经营活动,同时股东对公司拥有剩余索取权。既然存在着代理关系,经营者就可能背离股东利益,做出道德风险与逆向选择的行为。为此,股东常采用以下两种方法来解决代理问题:①公司内部监督——启动股东“用手投票”机制,即股东通过股东大会、董事会对经营者行为进行监督。股东大会是股东对公司进行内部监督的基本形式,也是公司治理中最基本的组织结构。但内部监督的有效性取决于股东的性质及其所持股份的比例,股东掌握的信息越充分,所持股份的比例越大,其内部监督的有效性就越高。②外部监督或市场监督,主要有两种方式,一种是通过股东买卖股票所引起的股票价格波动来达到监督的目的,当小股东的利益受到侵害,其意志得不到贯彻时,可以到股票市场上,通过“用脚投票”的办法行使自己的权利;另一种则是通过公司的并购对经营者产生约束。在公司经营不佳、业绩下滑时,其股票价格将会下跌,此时公司就会成为其他战略投资者的猎物,通过控制权市场,收购者并购公司更换经营者。因此,并购市场保证了公司经营者之间的有效竞争。为避免被收购,经营者会尽力经营自己的公司,使公司保持良好的业绩。

### 1.2 债务融资的治理效应分析

债务契约是一种规定借款人必须按期还本付息的契约,存在着一定的治理效应,投资者不需要经常监督公司,可减少代理成本。债务融资作为公司资本的一种重要来源,对经营者的约束主要通过以下机制来实现的:①债务本身的激励约束机制。一方面,在企业的总投资和经营者对企业的投资不变的情况下,增加债务融资比例将增大经营者持股比例,从而增加经营者的剩余索取权,这就内在地激发了经营者的积极性,使经营者利益与股东利益更加趋于一致;另一方面,由于债务利息采用固定支付方式,债务融资会减低公司的投资能力,控制其无限的投资冲动,保护投资者利益;②相机控制机制。企业所有权是一种“状态依存所有权”,即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。当企业无法偿还债务时,企业的控制权和剩余索取权便会由股东转移给债权人。在此威胁下,债务约束加重了公司破产的可能,导致公司财务风险加大,股东对公司所要求的投资回报率增加,能迫使管理人员努力工作;③银行监控机制。银行作为企业的主要债权人,很容易观察到企业过去偿还贷款的记录,保持好的还贷记录,能进一步降低贷款的成本,这可鼓励公司良好经营和保持较好的还款记录。另外,债务的合同性条款也对公司的经营管理会产生一定的治理作用。但债务融资治理效应的发挥必须满足一定的条件:①公司、银行都是利益主体,都在为自己股东财富最大化而工作;②债权人拥有借款公司足够的信息,并有能力和积极性对之进行监控;③建立有效的偿债保障机制,包括建立防止企业出现偿债危机的事前保障机制和当企业出现偿债危机时对债权人进行保护的事后保障机制;④公司在不能清偿到期债务时,应有适当的破产程序用于规范。否则,债务融资的治理作用不但不能发挥出来,而且可能成为经济发展中的桎梏。

通过以上分析,我们可以看出,债权融资在法律上对公司经营者构成了一种硬约束,当公司违反债务契约或资不抵债时,债权人可以通过处置抵押资产、迫使公司破产等方式来行使控制权,这种控制通常是通过受法律规范的破产程序来进行的,是一种硬约束;而股权融资由于投资者必须自担风险,似乎并不存在这种硬约束。但实际在一个强式的资本市场上,股权对经营者的行为同样构成一种硬约束,使得公司股权融资成本高于债权融资成本。在发达国家的资本市场上,经营者都能感受到股权融资的压力。

## 2 我国公司融资方式治理效应现状分析

为了分析各种融资方式的治理效应,我们把我国的公司分为两类:上市公司和非上市公司,这两类公

公司在融资方式上存在很大的差异, 上市公司偏好股权融资 (黄少安、张岗 2001), 造成外部股权融资成为主要资金来源. 表 1 是我国上市公司融资结构构成, 可以发现, 对未分配利润为正的上市公司, 其内源融资比例平均为 15%, 外源融资比率达到 85%, 其中股权融资占 50% 左右; 而对于未分配利润为负的上市公司, 从 1997 年后, 其融资完全依赖外源融资. 上市公司这种融资现象的产生不利于上市公司资本结构的优化, 不利于公司业绩的改善和提高, 同时会导致公司融资结构单一、约束机制不健全和治理机制缺陷, 不能享受债权融资所带来的诸如激励机制、信息传递功能等好处.

与上市公司不同的是, 非上市公司由于不能发行股票融资, 更倾向于采用债务融资, 从表 2 可以看出, 上市公司的平均负债率低于全国国有企业; 而国家统计局对 14 923 家国有大中型工业企业的调查结果显示, 1997 年底国有企业的账面平均负债率为 65%, 其中有 6 054 家企业的负债率高于 80%. 我们知道, 按照传统的财务观念, 只有公司有好的投资机会时, 我们才会运用债务资金, 否则, 公司将增加还本付息的压力和出现财务风险甚至破产的可能. 但对于我国的国有企业而言, 尽管利润低下, 但这种压力很小, 甚至没有, 债权融资治理效应弱化. 综上所述, 我们发现, 从治理效应来看, 不管是股权融资还是债权融资, 它们对公司的约束都不强, 存在着治理弱化问题, 究其原因, 主要有以下几点.

1) 特殊的股权结构、“廉价投票权”和代理人实质掌握控制权, 以及控制权的转让中存在着巨大障碍是上市公司股权融资治理弱化的主要原因. 我国上市公司绝大多数是由原来的国有企业改制而来的, 其股权集中程度很高, 基本上都存在一个控股股东, 且处于绝对控股地位, 并由其实际控制股东大会, 相应产生了“一股独大”现象, 而作为控股股东的国家只能通过委托代理人来行使其所有权和投票权; 而委托代理人在行使投票权时都面临着激励约束问题, 存在着信息不对称和权力责任的不一致, 国家股实际上是一种“廉价投票权”, 这导致公司的“内部人控制”程度严重 (张亦春, 2003), 使得股东“用手投票”机制缺乏; 这样的股权结构下, 流通股股东对经营者的约束机制就难以落到实处, 只得通过买卖股票的方式来保障自己的利益; 同样, 由于我国绝大多数上市公司控股方的股份为不可流通股以及由此导致的上市公司经营者与主管部门之间的特殊关系, 使得通过控制权的转让来接管上市公司进而改进公司绩效的努力大打折扣.

2) 国有企业和银行产权界定模糊, 《破产法》没有得到有效实施, 是我国公司债权融资治理弱化的主要原因. 在我国, 国有企业和国有商业银行都不是独立的产权主体, 它们本质上都归国家所有, 同属一个所有者, 无论是企业还是银行, 其决策权、投资权、转让权和收益权都受政府支配, 二者之间没有真正意义上

表 1 我国上市公司融资结构构成 (%)

Tab 1 Financing structures of Chinese listed companies (%)

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	债权融资		股权融资	债权融资
1995	12.40	51.48	36.13	9.50	48.78	41.73
1996	14.75	49.40	35.85	3.23	39.38	57.40
1997	15.43	52.23	32.35	-3.28	47.05	56.23
1998	13.73	46.18	40.10	-10.55	50.63	59.93
1999	14.23	51.15	34.63	-15.83	55.33	60.50
2000	19.19	53.23	27.59	—	—	—

资料来源: 摘自成思危主编的《诊断与治疗: 揭示中国的股票市场》(经济科学出版社 2003 年).

说明: 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; “债权融资”按“长期借款”、“短期借款”及“其它”合计计算.

表 2 上市公司与全国企业负债率比较 (%)

Tab 2 Debt-asset ratio of listed companies and state-owned companies (%)

年份	1997	1998	1998	2000
上市公司	50.06	49.49	52.52	53.49
全国国有企业	67.1	65.5	65.4	66

资料来源: 全国国有企业数据来自《中国会计年鉴》, 上市公司数据来自中国证监会网站.

的债务人和债权人关系.在这种借贷主体产权不明条件下,债务是没有约束的.公司根本没有内在的还债压力和自我约束力,不必担心因不能还本付息而危及自己的信誉和生存;银行也没有动力去监督公司.这种经营机制导致银行的高不良贷款和公司的赖帐行为并存;同时,由于我国《破产法》并没有得到真正的实施,很难发生控制权的“相机”转移,使得债权融资的治理效应不能发挥出来.

3) 我国企业债券市场发展缓慢.在国际资本市场上,债券市场的规模远大于股票市场.我国从20世纪80年代末开始发展企业债券市场,但从总体上看,企业债券市场一直没有得到充分发展,其发展速度明显慢于股票市场.在2000年末,企业债券发行额仅为63亿元,而同期股票筹资额为1523.73亿元,与国内股票及国际债券市场相比,我国企业债券市场在规模、品种等方面存在着较大的差距,形成我国证券市场畸形发展的局面.而当前发展企业债券,与银行贷款相比,有如下优势:①筹资成本相对较低.我国银行存贷款利率自1996年以来已连续8次降低,目前已处于历史最低水平,以三年期为例,存款年利率为2.7%,按照《公司债券管理条例》规定,企业债券利率不得高于同期银行储蓄存款的140%,债券年利率最高为3.78%,加上发行费用、评估费用等,经三年摊销其综合年利率一般不会超过5%,而同期银行贷款利率为5.49%;②债券一般单利计息,到期一次还本付息,而银行贷款为复利计息;③所获资金比较稳定,债券的期限一般较长,且发行额度相对较大;④对借款公司的约束力强.银行借款的灵活性较强,对于借款数量、期限、利率以及相关条款,公司可和银行协商解决.而发行企业债券由于其投资者众多,协商具有一定难度,因而对公司经营者的约束性较强.

4) 资本市场呈现弱式,经理人市场不存在,导致经营者信托责任的缺失.由于经营者与股东利益的不一致,仅仅用激励手段使经营者做出与股东利益最大化一致的行为是不够的,必须约束经营者来保护股东的利益.对经营者的约束主要来自于资本市场与经理人市场.资本市场的价格发现功能可以使经营不善的公司充分暴露在投资者面前,股票价格下跌使公司有被收购的风险,从而经营者就有可能丧失其控制权.一个充分竞争的外部经理市场会给当前的公司经营者产生接管压力,给其提供强有力的约束.我国资本市场虽已有较大发展,但我国部分实证研究结果表明,我国股票市场仍处于或接近于弱式有效状态(陈小悦等1997)(胡朝霞1998);而政府在经营者的任命上担任着至关重要的角色,使得两种约束机制均不能发挥其应有的作用,导致经营者信托责任的缺失,使经营者道德风险与逆向选择的行为受不到应有的约束.

### 3 强化融资结构治理效应的对策分析

1) 完善公司的内部治理结构,加强对公司经营者的约束和控制.现代公司制度是资本市场的制度条件.目前我国国有企业改革建立的现代公司制度,仅具有现代公司的框架而存在明显的制度缺陷.因此,必须完善公司治理结构,加强对公司经营者的约束和控制.①德日公司治理模式的实践证明,在股权集中的条件下,大股东对公司实施监控是公司治理有效性的关键所在.在我国,作为大股东的国有股东对公司的监控非常软弱.同时,股票市场上国家股、法人股、公众股所形成的市场分割导致了市场机制的扭曲.因此,必须在产权创新的基础上,逐步解决国家股、法人股的并轨和上市流通问题.对于一般性竞争领域,国有资本应该主要通过国有股权出让或股权换债权的形式逐步退出;对关系国计民生的行业和政府必须控制的公司,可以通过适当方式在保证国家控制国民经济命脉的前提下,实现股权并轨,在股权统一的基础上逐步解决国有股、法人股上市流通问题.②引入独立董事,保护中小投资者利益. Fan a和 Jensen(1980)认为,把独立董事引入到公司治理中能够提高董事会实现低成本控制的有效性,而且也可以降低高层管理者合谋和损害股东利益的可能性;我国引入独立董事的目的是为了弥补公司治理结构的缺陷,独立董事可以不受利益的局限公平地对待全体股东、董事和经理人员,维护全体股东和整个社会的权益.引入和建设独立董事,可在董事会内部引入了监督、制衡机制,保护了中小股东利益,维护了公司整体发展.③积极培育机构投资者.发达国家20世纪70年代机构投资者普通股持有率为30%~50%,到20世纪80年代发展

为 50% ~ 80%, 因此, 一国资本市场中机构投资者参与的广度和深度, 是该国资本市场发展和成熟的重要标志. 我国资本市场由于处于发展初期, 投资基金等理性的机构投资者总体水平较低, 参与证券市场的投资有限, 对证券市场影响不足. 培育和发展机构投资者, 对股市、上市公司、中小股东和公司治理均有积极作用, 由于机构投资者大规模入市, 集中投资, 注重长期效益, 一般能进入公司董事会进行经营决策, 可避免中小股东监管软弱的缺陷, 对经理层形成约束力.

2) 重塑银企融资关系, 提高银行对公司的监控力度, 强化债务约束. 国有企业和国有商业银行作为独立法人主体, 应以契约为基础, 按照市场经济的等价交换原则来维系和运行. 为了自己的债权, 银行应对企业的经营决策适当干预, 如制订一些限制性条款, 在特殊情况下实施“相机性”控制, 以避免对经营者约束不力造成债权受损, 发挥债权的治理效应.

3) 大力发展资本市场, 建立发达的经理人才市场. 在现代市场经济环境中, 日益发展的资本市场既是公司进行融资、投资和资本退出的重要场所, 也为解决代理问题、对经营者实施有效控制创造了条件. 因此, 融资方式的治理效应要受到资本市场发展水平和结构状况的影响和制约, 要发挥其治理效应, 就必须大力发展资本市场. 为此, 必须调整发展资本市场的战略, 修正现有资本市场的功能定位, 充分发挥其资源配置作用; 积极调整资本市场的结构, 在继续培育股票主体市场的同时, 大力发展债券市场和各种以金融机构为中介的长期信贷市场, 发展和规范私募资本市场交易活动, 努力建立多主体、多层次、多形式、拥有丰富交易商品的资本市场. 同时, 建立发达的经理人才市场, 对经理人员实行公开聘选机制, 改变行政任命方式, 将竞争机制引入经理聘选中. 对经理进行竞争激励, 强化激励机制, 增强其危机感.

4) 完善相关制度, 加大政府监管力度. 如完善和实施破产法等相关法律法规体系、建立健全信用体系、完善信息披露制度、加强对公司融资行为、利润分配行为、资金使用过程的法律监督, 对融资公司实施全过程监控, 规范公司融资行为等等.

#### 参考文献:

- [1] 李维安. 现代公司治理研究 [M]. 北京: 中国人民大学出版社, 2002 47~ 80 182~ 188
- [2] 张维迎. 企业理论与中国企业改革 [M]. 北京: 北京大学出版社, 1999 97~ 113
- [3] 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): 12~ 20
- [4] 陈小悦、陈晓. 中国股市弱型效率的实证研究 [J]. 会计研究, 1997, (9): 13~ 17
- [5] 杨兴全. 我国上市公司融资结构的治理效应分析 [J]. 会计研究, 2002, (8): 37~ 45
- [6] 孙永祥. 公司治理结构: 理论与实践研究 [M]. 上海: 上海人民出版社, 2002 145~ 160