



我国公司融资结构与治理结构的协调发展研究

□李秉祥 [西安理工大学 西安 710048]

[摘要] 融资结构就是一种法人治理结构。本文从融资结构对委托代理关系、公司控制权转移等方面分析了融资结构与公司治理的基本关系,对目前我国公司融资结构与治理结构的特殊性作了阐述,并提出了我国公司融资结构与公司治理协调发展的构架。这对于优化我国企业融资结构,提高公司治理效率具有现实指导意义。

[关键词] 融资结构; 治理结构; 协调发展; 控制权

[中图分类号]F830.39 **[文献标识码]**A **[文章编号]**1008-8105(2003)03-0010-06

在市场经济条件下,从本质上讲企业对融资结构的选择就是对法人治理结构的选择。而融资结构又不是自发形成的,它对于一国的历史、文化特别是管制环境有很强路径依赖性。随着我国现代企业制度的逐步建立和市场经济的不断成熟,以及银行商业化的不断深入,企业正日益成为其自身融资方式与途径的决策者。特别在加入WTO后,中国企业的融资环境正发生着重大的变化,融资渠道和空间将不断拓宽,不同融资方式及其获取资金之间的差异正日益显露,融资结构的重要性也日渐突出。随着市场化程度的不断提高,以盈利为目的的投资,由政府分配逐渐转向由市场配置。国家通过政策调控资本市场,机构投资者和个人投资者大量地通过资本市场选择项目,选择业主,自担风险。这将成为商业性投资的主渠道。但机构和个人投资者包括国际投资机构均无意对投资的企业发号施令或直接干预,他们希望通过资本市场和公司建立联系;希望通过规范有效的公司治理结构来保持自己对公司的最终控制权,在所有权和经营权分离的情况下实现自己合法权益最大化。因此,资本市场的投资者十分看重的是公司治理结构的有效性。一般而言,他们不得不承受由于经营失误而

造成的损失,但他们绝不接受由于公司治理结构扭曲或暗箱操作而带来的风险(陈清泰,2002)。党的十六大强调在宏观上致力于市场经济体系的建立和发展,微观上努力培育公司的市场竞争力,以适应经济国际化的进一步要求。但在目前我国经济转轨过程中,由于存在着资本结构不合理、证券市场发展不均衡、股权结构畸形、流通股持股主体分散、经理层持股并不普遍等情况,导致我国企业融资结构与公司治理结构之间存在失衡与扭曲现象,也对法人治理结构产生了一系列负面效应。如果不改变企业的融资结构,仅就法人治理结构的某些内容进行调整或变动,很难达到优化治理结构,提高企业国际竞争力的目的。本文从融资结构与治理结构的关系入手,分析了我国上市公司融资结构与公司治理的现状,得出了我国经济转型期公司融资结构与公司治理协调发展的互动关系,对于优化我国企业融资结构,提高公司治理效率具有现实指导意义。

一、融资结构与委托代理关系

从委托代理关系的角度而言,融资结构的重要

• [收稿日期] 2003-01-02

•• [作者简介] 李秉祥(1964—)男,陕西省扶风县人,西安理工大学工商管理学院副教授,西安交通大学应用经济学博士后流动站博士后。

性,首先表现为债务相对于股权融资,可以在一定程度上抑制经理的过度投资。由于公司发行股票所获得的资金,是股东无法收回的,因而经理很可能利用股权融资金随意从事为了扩张公司规模而作的投资活动,尽管这些投资的收益很差,或者净现值为负。我国的很多股民称上市公司配股或增发新股为“圈钱”,认为公司发行股票而获得的资金是“无成本的”,因而经理可“随心所欲地进行运作”。这种说法从某种意义上讲确实不无道理,因为分红的约束是软性的,其支出比起公司总体现金流量而言也是微不足道的。与此相反,通过借债而融入的资金,则是公司所必须偿还的。公司经理必须考虑在债务到期时,公司要有足够的收入或其他现金,以偿还债务本息,否则面临的将是诉讼与破产。负债较多或债务杠杆比例增大,将可以减少经理随心所欲支配的现金,进而抑制经理追求扩张公司的过度投资行为。对于那些能产生巨大现金流量的行业与公司,如烟草、电力、电信等行业而言,债务的这种作用更加明显。它可以抑制经理乱投资办实体、乱搞三产等行为,进而一定程度上降低代理成本。

其次,融资结构对经理的经营激励也具有影响。经理拥有公司股权或股票期权正成为许多公司激励经理的重要方法。而融资结构则会对这种激励的大小产生影响。我们可以用一个简单的数学模型来表示这种影响机制。设经理的股权融资金额为 A ,其他股东的股权融资金额为 B ,则通过股权融资获得的资金总额为 $A+B$,而经理所占有的股份比例为 $A/(A+B)$,假定公司的债权融资金额为 C ,同时公司的资产收益率为 R ,债务利息率为 K , (且 $R > K$), 容易理解,经理的股权收益率为:

$$G = \frac{A}{A+B} [(A+B) \cdot R + (R-K) \cdot C]$$

亦即

$$G = A \cdot R + \frac{A}{A+B} (R-K) \times C$$

毫无疑问,随着债务融资量 C 的增加,经理的股权收益也趋增加。如果公司能获得足够多的债务融资,以支持公司运作或项目开发经营,进而公司可以直接减少其他股东的股权投资金额,或者可以通过回购股份减少其他股东的股权投资金额,则 C 增加及 A 减少的双重作用可以较大地增加经理的股权收益。

再次,融资结构对于公司的清算或产业退出和收缩具有影响。由于存在委托代理关系,经理的利益与

股东的利益并不完全一致。当公司进行清算或退出某一行业对股东而言是公司所有选择中的最佳选择时,经理往往会因留恋自己的职位而拒绝做出清算或退出的决策,进而导致了社会生产的过剩以及股东权益的损耗。这种现象在公司的资金来源均通过股权融资的情况下更易发生。张维迎(1996)指出在极端的情况下,即在企业选择百分之百的股票融资的情况下,公司就没有任何破产清算的可能,即是指能获得纯股权融资的公司,在促使公司清算及产业退出方面的无效率。相比之下,有债权融资的公司由于面临着偿债及诉讼的压力,其及时清算或退出产业的可能性也就较大,因此,债务从这个意义上而言可以减少该种代理成本。

但是,从另外角度看,债务也会增加委托代理成本。这种成本增加效应主要表现为债务会导致经理倾向于投资高风险高收益的项目。这是由债务合同的性质所决定的。因为如果通过债务融资获得的资金投资后产生了很大的收益,远远超过债务的票面价值,则股权所有者往往会获取这些收益的极大部分,经理也会得到很大好处。如果投资失败了,则由于公司的有限责任原则,股权所有者只承担有限的损失,经理的损失也很有限,债权人则承担了很大的风险和损失。因此股权所有者在能获得债务融资的情况下,会有投资高风险项目的激励,尽管这些项目实际上是价值减少的。

债务的另一种代理成本效应表现为:由于从声誉角度出发考虑问题,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(Diamond, 1989; 1991)。对于那些历史悠久,在项目投资方面没有大的失误,因而声誉较好的公司来说,保持自己的这种荣誉,是公司的责任。更为重要的是,声誉还能降低债务融资的成本。对于那些历史较短的公司来说,则可能并不十分单纯从考虑项目的安全性出发来考察项目,但随着这些公司的发展及时间的推移,它们最终也会转向安全性高的项目。另外,从必须面对经理市场竞争的经理的角度来说,选择相对安全的项目也是其上策。因为一般而言,经理的声誉主要取决于项目的安全性。这样,经理追求的是成功可能性的最大化,而股东毫无疑问追求的是期望回报的最大化,这就产生了代理成本。从这一意义上讲,债务融资可能是历史悠久的公司缺乏创造性与进取心的罪魁祸首之一。

除此之外,债务融资还会产生另一种代理成本,

即在公司近期可能破产时,即便有好的可以导致价值增加的项目,股东也不会激励去投资。原因是在濒临破产的情况下,现有的破产程序或破产机制,会导致该项目的全部成本必须由股东承担,而项目的投资收益却可能大部分被债权人所攫取(Myers, 1977)。

二、融资结构与公司控制权转移

公司的融资结构与公司的控制权乃至所有权的转移之间有着紧密的联系。公司的所有权是一种状态依存所有权(state-contingent ownership),而并不必然属于股东所有,这种论述正在为经济学家所重视,也理应为实践工作者所重视。而状态依存所有权中状态及所有权的变化,则与公司债务的存在密不可分。设 x 为公司的总收入, w 为根据劳动合同应该支付给工人的工资, r 为根据与债权人的合同所应支付的债务本金和利息。假定 $x > 0$,且工人对工资的索取权优于债权人对债务的索取权,则如果公司处在“ $x \geq w + r$ ”的状态,股东是公司的所有者;如果公司处于“ $w \leq x < r + w$ ”的状态,则债权人是所有者;如果公司处于“ $x < w$ ”的状态,则工人是所有者。这就是所谓的状态依存所有权。这个简单的模型表明,所有权进而控制权的转移,是与债务的数量分不开的,若公司的债务 r 的数目较大,则公司的经营波动将可能导致所有权及控制权向债权人或工人的转移。反之,若公司没有债务($r = 0$),则在这个简单模型中,所有权只可能转移给工人。当然,几乎没有一个公司是没有债务的,而债务的存在,天然地使所有权进而控制权从股东转移给债权人成为可能。

上述所有权或控制权转移模型的一个必要前提是,债务对公司进而对经理的约束必须是硬性的与有效的。同时公司在偿债上出现违约以后,面临的必须是一种较适当的破产程序。否则,如果法律不支持债权人的诉讼,或者存在行政干预,阻碍债权人行使权力,或阻止企业进入破产程序,那么上述模型便不具有重要意义。

其次,从收购兼并或公司股东控制权争夺的角度而言,融资结构在其中也扮演着重要的角色。一般而言,收购兼并或公司股东控制权争夺的总体关系表示为:对购并潜在收益与目前控制利益的权衡→对购并的抵御策略→购并方式与成功可能性→购并结果。购并的潜在收益是指购并完成以后目前的公司控制者所能获得的收益,它包括控制者股票价值的增加及

其他隐性收入。控制利益是指公司控制者因控制公司资源而获得的利益,如在职消费、用人与解雇人的权力等。购并方式包括杠杆收购、标价收购和控制权争夺。购并结果指购并的成败及对公司股价的影响。购并的抵御策略则包括债务杠杆、投票权信托、目标股份回购、股份金字塔和无投票权股份等。而其中,债务杠杆比例作为一种重要的抵御购并策略,则是公司融资结构的一个最重要的侧面,它对购并方式与购并成功的可能性及购并结果均会产生重要影响。债务杠杆之所以会成为一种重要的抵御购并的策略,原因在于债务融资与股权融资作为两种可替代的融资手段,都能为公司的生产经营活动融入资金。但是,债权的所有者并不拥有控制公司的投票权,而股权的所有者则拥有控制公司的投票权。在公司目前的控制者或其支持者拥有一定的股份的情况下,由于该控制者具有对债务融资和股权融资进行安排的权力,因此,他便可以通过增加债务融资的数量,进而扩大自己所占有或能控制的股份比例,以抵御外来收购。但对于公司的当前控制者而言,债务的数量并不是可以无限扩大的(即抵御外来收购并非一定是最优选择)。对他而言,他必须权衡几个因素,以确定最佳债务数量。首先,增加债务虽然减少了目前公司控制者被剥夺控制权的可能性,但同时也失去了因收购兼并使公司资源获得更好的管理,进而使目前的控制者获得更多的资本利得的可能。其次,债务因两方面因素而减少了控制者对公司的控制收益。一方面,公司债务比例的上升增加了公司破产的可能性,而破产意味着控制者将失去所有的控制收益。另一方面,债务合约往往包含很多限制获得控制收益的约束条款。第三,如简森(Jensen, 1986)所指出的,债务迫使控制者承诺在未来支付现金流量,因而对控制者的控制及其利益形成了约束。

对上述因素的权衡决定了公司的融资结构,与此同时,也决定了各种购并方式的可行性。例如:较高的债务水平使得目前的控制者可以获得50%以上的股权,进而阻止任何购并的企图,这也就是杠杆收购的例子;相反,很低的债务水平可能导致成功的标价收购;中间的债务水平意味着结果是不明朗的,控制权可能由代理权竞争决定。

三、不对称信息下的融资结构对公司治理的影响

关于信息不对称影响公司融资结构的开创性论述,是由迈耶斯和麦杰鲁夫(Myers&Majluf, 1984)做出的。他们认为,投资者(包括银行与股市投资者)对某一公司的内部情况及公司投资项目的了解,往往不如公司内部的控制者来得充分。如果公司通过发行股票为项目融入资金,则由于股市投资者的信息不对称,公司往往只能以低于实际价值的价格发行股票,因为新的投资者只接受这样的价格,于是原有股东的利益便受到了很大损失,这样他们也就不愿意采用发行股票的方式筹集资金。正因如此,一些好的投资项目往往无法付诸实施。然而,如果公司拥有自有资金,或者可以向市场发行低风险的债务(如抵押债务),则毫无疑问,投资不足的问题可以得到解决。因为这两种资金筹措将不会导致原有股东的利益损失。迈耶(Myers, 1984)指出,公司融资存在一种“次序等级理论”,即公司存在内部自有资金的情况下,往往先使用自有资金,然后才会使用低风险的债务融资,发行股票则是最后的选择。这种“次序等级理论”与美国1965-1982年间的企业融资结构的实际情况相符合。这段时间美国企业内部积累资金占资金总额的61%,发行债券占23%,发行股票仅占2.7%(张昌彩, 1998)。由不对称信息造成的这种企业融资次序等级,直接影响了公司治理结构的整体情况。由于绝大多数企业均主要依靠自我积累筹集资金,因此目前资本主义国家企业的组织形式以有限责任公司及合伙制企业占据主导地位,这些企业的重要特征是所有权与经营权基本统一,企业主要依靠自有资金进行扩张与发展。而依靠发行股票或向股东增资配股获取发展资金的股份有限公司组织形式,则占据次要的地位。只有特殊性质、特殊行业的企业,才因其他因素而采用股份有限公司形式发行股票融入资金。这些企业的重要特征是所有权与经营权呈较大程度的分离,企业因而存在比较严重的代理问题。

四、我国公司融资结构与公司治理现状

以上对融资结构与公司治理关系的阐述,表明融资结构与公司治理存在密切的关系。然而,这一结论获取时的隐含前提是,银行与公司均为市场经济条件下的资本主义企业;银行对公司的债务约束是硬性的,而公司则不会去承担减少就业之类的政府所应承担的责任。对于目前正在努力建立社会主义市场经济体制的我国而言,这两个条件尚未能完全得到满

足。除此之外,我国公司的经理持股并不普遍,股权激励的实施尚处于探索阶段。所有这些,导致了我国公司的融资结构与公司治理之间存在特殊的关系:

第一,债务软性约束情况下债务对经理约束机制的弱化。由于我国的银行商业化进程尚未完成,而政府作为国有资产的代理人,对银行的经营必然会进行干预,这样就导致了银行对企业或公司债务约束的弱化,进而也就弱化了债务对公司的直接代理人——经理的约束机制。债务对经理过度投资约束的作用往往无法得到实现,债务促进公司清算的作用甚微,而债务导致经理倾向于投资高风险高收益项目的效应却会得以实现。因为软性约束的债务是可以不偿还的债务,经理不用考虑未来现金流入的一部分须偿还债务,也不用考虑过多债务会导致支付风险进而公司破产。我国公司想尽办法向银行或个人借债,而未经充分论证便利用借债资金乱投资的现象,即民间戏称的“把公关当成本,把贷款当利润”的情形,正是债务软约束的后果,同时也弱化了债务降低委托代理成本的作用。

第二,经理股权激励机制缺位现状下的融资结构扭曲。在我国公司中,经理很少拥有股权。有些公司经理虽然拥有股权,但却往往数量很少。在这种情况下,融资结构的变化便无法调节股权激励的大小。或者说在经理只拥有极少量股权的情况下,融资结构对股权激励的调节作用不够显著,因为股权激励本身及调整后的股权激励对经理的激励作用不是很大。由于经理没有股权激励,特别地在其他激励措施如工资、奖金也不足的情况下,经理的收益以资源控制收益与在职消费为主,这样,经理便会无限制借债,以扩大公司规模,增加资源控制收益与在职消费。另一方面,在我国国有控股企业中,由于没有股权的经理的任职时间受外来因素,如政府领导变更,年龄超过55岁或60岁等的影响,往往任职时间较短,或在可以预见的将来必须离职。在这种情况下,经理会倾向于在他任职期间或即将离职前扩大借债规模。因为破产是将来债务到期时的事情,对离职后的现任经理往往不会有很大影响,倒霉的不是自己而是继任者。前述两个方面因素可能是我国企业债务杠杆比例过大的重要因素之一。此外,由于经理没有股权,融资结构调整对收购兼并进行抵御的功能也会大大减弱。

第三,变异的企业破产程序影响融资结构的合理化。根据我国法律的有关规定,我国全民所有制企业破产适用1986年颁布的《中华人民共和国企业破产

法(试行)》,其他法人破产适用《中华人民共和国民事诉讼法》第十九章。在随后的1992年6月30日通过的《全民所有制工业企业转换经营机制条例》第三十七条与第三十九条中,对全民所有制企业的破产有进一步的规定。从上述破产法规以及我国企业破产实际执行的情况来看,我国企业破产程序存在较大的不合理性:首先,上述法规均对企业破产作出了豁免的规定,即政府有权在认为企业不宜破产时可以让企业破产。在实际运作过程中,政府往往要求银行不对违约企业提出破产申请的要求,或者在企业面临破产时人为规定该企业与其他企业合并,以避免破产。这样,债务通过破产机制约束经营者乃至所有者的作用便无法得到发挥。其次,我国的破产法规及具体执行,将破产企业职工的安置放在非常重要的地位,远比破产债权清偿来得优先。同时由于我国企业往往有人浮于事的特征(这可能正是破产的原因所在),企业职工的安置费用较高,从而使得破产债权得以完全清偿的概率较小。于是债权人也希望企业不要匆忙进入破产程序,或者希望进入破产程序后,债权人会议能达成和解。这在一定程度上会限制债务事前约束作用的发挥。再者,我国的破产法规与破产机制对偿债优先次序未能做出详细规定,这既不利于债务种类的优化,又不利于公司融资结构的优化。

五、结论

企业融资从一开始就和公司治理结构紧密联系在一起,这其中的关键因素是如何在企业中保证投资者或资金提供者(包括股东和债权人)的利益和资金安全。因为企业在融资过程中,随着资金的转移会发生权利和义务的相应变化,各利益相关主体必然要对资金的使用、收益分配和控制权等责权利关系进行界定。投资者为了保证自身的利益和资金安全,一方面,要采取各种措施调动经营者的积极性,以使企业价值实现最大化;另一方面,又要对经营者进行必要的约束和监督,使其不玩忽职守和侵害投资者的利益,即就是要形成有效的约束和激励机制,而这恰恰是公司治理结构的核心内容。所以,我们认为:

第一,融资方式决定投资者对企业的控制程度和干预方式。投资者对企业控制权的实施有多种方式,主要表现为事前控制、事中控制和事后控制,不同的融资方式则会影响控制权的选择。因为股东和债权人是不同状态时企业的“状态相依所有者”。当企业

有能力偿债时,股东是企业的所有者;而当企业偿债能力不足时,债权人就获得对公司的控制权。

第二,融资方式的选择实质上就是法人治理结构的选择。企业经营者进行融资时,为使投资者同意把资本投入到这家企业,他必须对投资者做出承诺,例如,保证在将来某个时间支付投资者若干报酬或归还本金。为了提高承诺的可信程度,经营者必须采取下列行为之一:其一,承诺在特定状态下外部投资者对企业的特定资产或现金流量具有所有权;其二,放弃一部分投资决策权,将之转让给外部投资者。这两种选择代表两种不同的融资模式,即保持距离型融资和控制导向性融资。相应的形成两种不同的法人治理结构,即目标型治理和干预型治理。

第三,股权结构是公司治理结构的基础。因为公司治理结构是用以处理不同利益相关者之间的利益关系,以实现经济目标的一整套制度安排。在这种制度安排中,股权结构是基础,它决定了股东大会的权力核心,进而决定了董事会、监事会和经理人员的构成及权力归属,也决定了出资人对管理者监督的有效性。

第四,在我国转型经济时期,要建立一个合理的融资结构与高效率治理结构的协调发展机制;达到治理结构能有利于融资结构自身优化,融资结构能保障治理结构制衡机制的良好运行的目的。首先,明确企业融资结构与公司治理及治理结构的关系。其次,融资结构与治理结构的变革必须在同一时间段进行,二者之一的超前或滞后都不利于公司的长远发展。再者,我国企业本身的融资结构不合理,为经营者的内部人控制行为提供了便利条件。而治理结构的低效率特性导致了企业经营行为的不规范,从而无法真正建立融资结构的优化机制。最后,融资结构与治理结构的协调发展是现实的必然选择。如果注重融资结构的调整,不注重治理结构的优化,所筹资金只不过是内部人控制权拥有者的极大化个人行为提供了培养基;相反,只注重治理结构的优化而不注重融资结构的调整,就不能真正强化出资人对公司经营者的硬性约束。

参考文献

- [1] Donald H. Chew. Studies in International Corporate Finance and Government System: A Comparison of the U.S, Japan, Europe, Oxford University Press, 1997



- [2] Freeman & Red, Stockholders and Stakeholders: A New Perspective on Corporate Governance, California Management Review, 1983. [6] 孙永祥. 所有权、融资结构与公司治理机制[J]. 经济研究, 2001. (1)
- [3] Mauer, David C. AND Triantis, Alexander J. Interactions of Corporate Financing and Investment Decisions A Dynamic Framework, Journal of finance Vol. XLIX, No. 4, September 1994 [7] 青木昌彦, 钱颖一. 转轨经济中的公司治理结构[M]. 北京: 中国经济出版社, 1995
- [4] Titman S, and R. Wessels, The determinants of capital structure choice, Journal of Finance 43, 1988, 1 - 19 [8] 张维迎. 从资本结构看国有企业重组——企业理论与中国企业改革[M]. 北京大学出版社, 1999
- [5] 李维安. 公司治理原则与国际比较[M]. 北京: 中国财政经济出版社, 1999. 7 [9] 潘敏. 融资方式、金融契约与公司治理机制[J], 经济评论, 2001. (9)
- [10] 张昌彩, 中国融资方式研究[M] 北京: 中国财政经济出版社, 1999. 7

Study on Coordination Development between Financial Structure and Governance Structure in China

Li Bing - xiang

(Xian Vniversity of Technology Xian 710048 China)

Abstract Financial structure is corporate governance in a company. In view of agency relationships and the transfer of control in a company, this paper discusses the essential relations between the financial structure and the corporate governance, and gives a description of particularities of them in our nation. Then it comes out several relative problems in the coordination development (synchronization) of financial structure and corporate governance, which contains realistic significance of direction in terms of perfecting of financial structure and the promotions of governance efficiency in a company.

Key Words financial structure; corporate governance; coordination development; control

我国公司融资结构与治理结构的协调发展研究

作者: [李秉祥](#)
作者单位: [西安理工大学, 西安, 710048](#)
刊名: [电子科技大学学报\(社会科学版\)](#)
英文刊名: [JOURNAL OF UNIVERSITY OF ELECTRONIC SCIENCE AND TECHNOLOGY OF CHINA\(SOCIAL SCIENCES EDITION\)](#)
年, 卷(期): 2003, 5(3)

参考文献(10条)

1. [Donald H;Chew](#) [Studies in International Corporate Finance and Government System:A Comparison of the U S](#) 1997
2. [Freeman • Red](#) [Stockholders and Stakeholders:A New Perspective on Corporate Governance](#) 1983
3. [Mauer;David C;Triantis;Alexander J](#) [Interactions of Corporate Financing and Investment Decisions A Dynamic Framework](#) 1994(04)
4. [Titman S;R Wessels](#) [The determinants of capital structure choice](#) 1988
5. [李维安](#) [公司治理原则与国际比较](#) 2001
6. [孙永祥](#) [所有权、融资结构与公司治理机制\[期刊论文\]-经济研究](#) 2001(01)
7. [青木昌彦;钱颖一](#) [转轨经济中的公司治理结构](#) 1995
8. [张维迎](#) [从资本结构看国有企业重组-企业理论与中国企业改革](#) 1999
9. [潘敏](#) [融资方式、金融契约与公司治理机制\[期刊论文\]-经济评论](#) 2001(05)
10. [张昌彩](#) [中国融资方式研究](#) 1999

本文链接: http://d.wanfangdata.com.cn/Periodical_dzkjdxxb-shkx200303003.aspx