

融资结构与公司治理研究

李 红 霞 著

立信会计出版社

序

该书是在李红霞同志的博士论文基础上补充修改而成的一本关于公司治理方面的前沿性学术专著。作者在广泛、深入研究的基础上,将企业融资问题与公司治理问题紧密融合,从融资结构的角度探讨了融资方式、融资结构与公司治理之间的相互关系,并着重研究了融资结构对代理成本的影响,这种研究表明作者具有较宽的学术视野和深厚的专业功底。

早期公司治理理论主要关注于“三会”之间相互制衡机制以及与经理层之间的关系,伴随着资本市场的理论和实践研究,公司治理理论现已得到了进一步的深化与发展,不同的研究者相继提出了以股东利益保护为核心的公司治理理论和以利益相关者为中心的共同治理理论等。目前,在西方发达国家,公司治理不仅表现为多种理论,而且也已经在实践上形成了较为成熟的运作方式,无论是英美市场主导型模式还是德日银行主导型模式,都可为中国企业融资方式、融资结构与公司治理提供理论依据和有益的借鉴。中国现处于转型经济条件下的一个新兴市场,但与国外发达的市场经济相比,我国公司治理的健全和完善仍有较大差距,不过国外的公司治理理论与经验还不足以完全适用于中国融资体制和公司治理的改革实践。基于上述情况,作者从金融理论的角度,基于融资结构对公司治理的影响,对公司治理的效率低下、股权融资偏好等问题进行了全面系统的分析,借鉴西方发达国家先进经验,并与英、美、日等国的融资模式和治理模式作了比较研究,与此同时,作

者还选取了近三年上市公司的数据来对融资结构与公司治理相关性进行了实证研究。故此项研究工作具有重要的理论意义与实践意义。

该书的一个显著特点是新与实,它向读者奉献了许多新的学术观点,如用图表的方式阐述了股东和利益相关者的主体利益、法律责任,提出了公司治理是一种指导和控制公司的体系,阐述了上市公司法人治理结构的调整与完善主要是国有股权问题,它提出了解决我国证券市场国有股和法人股的可流通权问题,不是简单的非流通股的大量减持,其中的关键是流通股权的改制,并建议按净资产值加对上市公司竞争力的估价来作为国有股、法人股和其他非流通股的转让价格。类似这样见解新颖和独到的观点还有很多,这些学术观点反映出年轻一代学者的敏锐思维,能够站在国际学术前沿来进行思考和探索。总之,这是一本具有开拓性、创新性和较高学术价值的研究成果,很值得一读。特此为序。

刘国成

2004 年 6 月

摘 要

中国资本市场是处在经济转轨条件下的一个新兴市场,公司治理机制的健全和完善只是刚刚迈出实质性的一步,因此,上市公司治理不可避免地存在着诸多问题。另外,公司制企业融资方式和融资结构,也普遍存在着股权融资偏好和融入资金配置效率低下的问题,因而如何扩大融资渠道、变革融资方式、改善企业融资结构、完善公司治理,就成为一个极具理论意义和实践价值的研究课题。本书将企业融资结构与公司治理问题作为研究的主题,并结合我国上市公司融资结构与公司治理的特点,对我国上市公司融资结构作用于公司治理这一命题做出实证分析,为促进融资结构优化和公司治理的完善提出大力发展资本市场、提高资本市场资源配置效率的新观点。

任何企业融资结构和融资方式的选择都是在一定的市场环境背景下进行的。在特定的经济和金融市场环境中,加上不同类型国家的公司法、商法对外部投资者、特别是小投资者的保护程度有所差异,不同国家形成了各异的融资模式和所有权结构,进而产生不同的公司治理模式。本书采用理论与实证研究相结合的方法,系统地阐述融资结构理论及对美、日、德三国企业融资模式进行比较分析,目的是为我国企业融资方式的选择和公司治理的提高提供有益的借鉴。从公司治理机制看,公司治理包括内部治理机制和外部治理机制:内部治理的基本特征是以产权为主线的内在制度安排,其治理载体就是公司本身;外部治理则是以竞争为主线的

外在制度安排 ,其治理载体是市场体系。虽然公司内部治理和外部治理的侧重点各有不同 ,但是两者的关系不仅是相互依赖、相辅相成的 ,而且是互动的 ;片面地强调任何一方面 ,都不能达到有效的公司治理。在提供融资结构与公司治理的微观理论基础上 ,本书选取 1999 ~ 2001 年 211 家非金融行业上市公司的资料 ,详细分析我国上市公司融资结构对公司治理的影响。本书的研究有两个发现 : (1) 有较高负债率的公司资产周转率和净资产收益率较高 ,这说明增加债务融资比例 ,可以降低股权的代理成本 ,有助于减少股东的利益向经理人转移。 (2) 股权集中程度和企业的绩效不显著相关 ,控股大股东尤其是第一大股东 ,未积极关心企业资产效率的提高和公司代理成本的降低。实证结果还显示大股东为维护自己的私利而操纵公司 ,损害公众股东的利益。

最后本书提出稳定发展的资本市场是创造和培育良好的投资环境 ,完善公司融资结构和公司治理的重要外部治理机制 ;同时必须加强内部治理机制 ,提高我国公司治理的效率。

关键词 融资结构、融资模式、公司治理、代理成本、资本市场

Abstract

The Chinese capital market is still an emerging market in a transforming economy. The strengthening and completion of corporate governance mechanism there has only just started to make some essential progress. Hence , many problems inevitably come along with the corporate governance of the listed companies. On the other hand , problems like preference to financing through shareholder ownership and low efficiency in capital allocation are quite common. Thus such research topics as how to broaden ways of financing , change financing patterns , improve corporate financing structure and corporate governance would be both of theoretical and practical values. This book focuses on company financing structure and corporate governance , it combined the characteristics of Chinese listed firms ' financing structure and corporate governance , empirically analyses the impact of Chinese listed firms ' financing structure on corporate governance. The further development of the capital market would help to optimize the financing structure and improve corporate governance as well as increase the efficiency of capital market resource allocation.

There are always certain market environmental backgrounds for companies to choose corporate financing structure and means of financing. With specific economic and financial market environment , together with different levels of protection provided to external investors ,

especially small investors , by Corporate Laws and Merchant Laws in different countries , each country has its own financing patterns and ownership structure and thus its specific corporate governance pattern. This book adopted a methodology combined theoretical and empirical study , systematically demonstrated financing structure theory , compared the corporate financing patterns of U. S. A. , Germany and Japan in order to provide beneficial references for Chinese firms to choose and to improve their corporate governance level. From the perspective of mechanism , corporate governance included internal and external corporate governance. The essential characteristic of internal governance is the internal institutional arrangement based on property ownership and the governing body is the firm itself. While external governance is the external institutional arrangement based on competition and the governing body is the market system. Although the internal and external corporate governance have their own emphasis , they actually support and complement each other and interact with each other. We can 't achieve the optimal effect by emphasizing on any one side alone. After providing micro - theory about financing structure and corporate governance , this book conducted an empirical study on the impact of Chinese listed firms ' financing structure on corporate governance. This study examines the impact of capital structure on agency costs in 211 non-financial Chinese listed firms for the period 1999 ~ 2001. There are two main findings. (1) Firms with high debt to asset ratio have high ratio of annual sales to total assets and high ratio of return-on-equity. If a firm has a high debt to asset ratio , creditors are much more concerned about the payment of interest and repayment of principal and will have incentives to monitor the firm. Thus , a capital structure with high debt decreases agency costs. (2) Positive

and significant correlation is identified between ownership concentration and the return-on-equity ratio. This is because the largest shareholders have a strong interest in firm performance and therefore a high ability to reduce agency costs. Our empirical results further illustrate that firms have inclination of refinancing through stock market and harm small shareholders ' interest.

At the concluding part , this book suggested that the stable development of capital market is the important external governance mechanism that guarantees the creation and cultivation of a thriving book investment environment , optimal company financing structure and corporate governance. Also attention needs to be paid to enforce internal governance to increase the efficiency of our corporate governance.

Keywords : financing structure ; financing patterns ; corporate governance ; agency costs ; capital market

目 录

第一章 绪论	1
1.1 问题的提出	1
1.1.1 研究背景	1
1.1.2 中国上市公司治理的发展概况	3
1.2 本书研究的目的和意义	5
1.3 国内外研究现状及评述	7
1.3.1 国外研究现状	7
1.3.2 国内研究现状	10
1.3.3 国内外研究现状评述	13
1.4 本书的研究方法和内容	15
1.4.1 研究的主要方法	15
1.4.2 研究的主要内容	16
第二章 融资结构、公司治理与委托代理关系	20
2.1 企业融资中的委托代理关系	20
2.1.1 融资结构的界定	20
2.1.2 企业融资中的委托代理关系问题	21
2.2 股权融资与公司治理	22
2.2.1 股权融资中的代理问题	22
2.2.2 股东与管理者之间代理问题的解决办法	25
2.3 负债融资与公司治理	27

2.3.1	负债融资中的代理问题	27
2.3.2	股东与债权人代理问题的解决办法	33
2.4	财务契约的设计与代理成本	35
2.5	本章小结	38
第三章	融资结构理论与模式的比较	41
3.1	融资结构理论的简要回顾与评价	42
3.1.1	融资结构理论中的 MM 定理	42
3.1.2	融资结构与代理成本	44
3.1.3	融资结构与信息不对称理论	46
3.1.4	融资结构与企业控制权理论	49
3.1.5	融资结构与融资时机假说	50
3.2	美、日、德融资模式的比较	51
3.3	借鉴国外做法,调整我国企业融资方式	58
3.3.1	建立和完善企业内部融资机制	60
3.3.2	调整 and 选择银企关系	60
3.3.3	培育与发展资本市场	62
3.3.4	完善公司治理	64
3.4	本章小结	65
第四章	公司治理机制与治理模式	67
4.1	公司治理的涵义	67
4.2	公司治理机制	71
4.2.1	内部治理机制	71
4.2.2	外部治理机制	79
4.3	公司治理模式的国际比较	86
4.3.1	英美治理模式	86
4.3.2	德日治理模式	91

4.3.3	中国公司治理模式	95
4.3.4	公司治理模式比较	103
4.4	本章小结	106
第五章	上市公司融资结构与公司治理的实证分析	108
5.1	上市公司融资结构分析	108
5.1.1	平均资产负债率偏低	108
5.1.2	负债结构不合理,长期负债偏低	111
5.1.3	股权结构过度集中与不流通	113
5.2	上市公司治理问题	114
5.2.1	上市公司股权的代理成本高	114
5.2.2	独立董事地位有待提升	117
5.2.3	上市公司外部治理机制滞后	118
5.3	上市公司融资结构对代理成本的影响分析	119
5.3.1	样本和方法	120
5.3.2	实证结果	122
5.3.3	解决潜在的内生性问题	125
5.3.4	实证结论	128
5.4	本章小结	130
案例一	国内最大规模的股份回购案例——申能股份	130
案例二	国有股配售试点案例——黔轮胎和中国嘉陵	137
第六章	上市公司融资结构优化与公司治理完善	141
6.1	资本市场与融资结构的调整思路	141
6.1.1	建立股票市场全流通机制的建议	143
6.1.2	推动企业债券市场发展的建议	146
6.1.3	建立多层次资本市场体系	149
6.1.4	健全资本市场法规体系和相关政策	151

6.2 资本市场与公司治理的完善	153
6.2.1 大力发展机构投资者的建议	154
6.2.2 完善上市公司退出机制规范并购市场的建议 ...	155
6.2.3 完善信息披露制度提高资本市场的有效性 建议	156
6.3 完善内部治理机制的建议	156
6.3.1 健全股东投票权机制	157
6.3.2 完善独立董事制度	158
6.3.3 完善企业经营者的约束与激励机制	160
6.4 信息披露与公司治理的改善	161
6.4.1 上市公司信息披露制度的发展状况	161
6.4.2 上市公司治理信息强制性披露的局限性	163
6.4.3 提高上市公司自愿性信息披露的质量	164
6.5 本章小结	167
参考文献.....	168
致谢.....	176

第一章

绪 论

1.1 问题的提出

1.1.1 研究背景

20 多年的以市场为导向的经济体制改革 ,已经创造出具有较高程度自主权的经济主体。特别是从 1994 年 7 月《中华人民共和国公司法》(以下简称《公司法》)实施后 ,大多数国有大中型企业已经进行公司化改造 ,部分已在国内和国外股票市场上市 ,截至 2004 年 4 月底 ,在中国沪、深证券交易所上市的公司已达 1 314 家 ,股票市价总值 45 805 亿元 ,流通市值 14 368 亿元。这些数字表明 ,上市公司已经在社会主义经济建设中发挥了重要作用。然而 ,由于目前中国上市公司大部分系由国有企业转制而来 ,中国资本市场乃处在经济转轨条件下的一个新兴市场 ,公司治理机制的健全和完善只是刚刚迈出实质性的一步 ,因此 ,上市公司治理不可避免地还存在着诸多问题。例如 ,“内部人控制”、“所有者缺位”、“经营者激励与约束”等公司治理问题的存在 ,使公司治理效率低下。其中 ,股权结构不合理 ,“一股独大”是产生上述问题的一个重要原因。另一方面 ,在公司治理方面表现出效率低下的同时 ,公司制企业融资方式和融资结构方面 ,也普遍存在着股权融资偏好

和融入资金配置效率低下的问题。在对外筹集资金方面,我国上市公司普遍具有股权融资偏好,表现在融资首选配股或增发。如果不能如愿,则改为具有延迟股权融资特征的可转换债券,设置宽松的转换条款,促使投资者转换,从而获得股权资本;不得已才实施债务融资,而在债务融资中又首选短期贷款,长期贷款位居最后。也正是上市公司的这种股权融资偏好造成了我国上市公司资产负债率普遍偏低,而且长期负债少,甚至没有长期负债的现状。鉴于此,扩大融资渠道、变革融资方式、改善企业融资结构、完善公司治理,也就成为当前我国国有企业改革中极为迫切和亟待解决的问题。尽管我国学者从理论与实践两个方面对这些问题进行了广泛的探讨,并从宏观经济政策方面提出了众多解决问题的政策性建议,但是,我国股份制企业运行中仍然存在上述问题的现实表明,无论是在理论研究的深度和广度上,还是在政策建议实施效果方面,目前的研究还存在着一定的不足。

国内外理论与实证研究都表明,公司治理的有效性在很大程度上取决于融资结构。因为债权人的索取权和股东的索取权之和总是等于公司期末的价值^①,而股东和债权人在控制权上是相区别的。特别是当股权集中时,大股东有积极性去搜集有关企业的信息并监督经理,在某些情况下,大股东有足够的投票权对经理施加压力甚至通过代理人争夺战和收购来罢免经理(Shleifer & Vishny, 1986)。因此,公司融资结构是公司各利益相关者特别是所有者和管理者之间博弈的结果,是公司治理安排的核心内容。换句话说,真正有效的公司治理还包含着融资结构的选择和安排。按此思路,笔者通过融资结构与公司治理存在内在的逻辑联系,探索公司治理的融资结构解决方案,这也是本文探讨公司治理问题

^① 参见 Stephen A. Ross, Randolph W. Westerfield & Jeffrey F. Jaffe. Corporate Finance, 6th edition. 机械工业出版社 2002 年版,第 5 页。

的基本出发点和选题的初衷。通过融资结构的优化实现公司治理的改进和治理绩效的提高,也就是所谓公司治理的金融观。本书从金融理论的角度,基于融资结构对公司治理的影响,对公司治理效率低下、股权融资偏好等问题进行全面系统的分析提供了理论基础,并选取上市公司的数据对融资结构与公司治理相关性进行实证研究。因此,建立在这种基础之上的研究是非常具有理论与实践的现实意义的。

1.1.2 中国上市公司治理的发展概况

上市公司是证券市场的基础,而公司治理是上市公司的基础,公司治理的状况,从根本上决定着上市公司的质量和发展水平。1990年,新中国证券市场正式诞生。10多年来,中国上市公司治理机制经历了一个从摸索到逐渐规范的过程。因此,上市公司治理健全与否,是决定中国证券市场能否健康发展的基本条件,是决定中国经济与金融改革能取得成功的关键因素,也是中国发展具有国际竞争力的现代企业、迎接经济全球化和新技术革命挑战的前提。

1992年5月,原国家经济体制改革委员会发布《股份有限公司规范意见》,这是我国第一个关于股份有限公司的规范性文件,这一文件明确了股东大会、董事会、监事会及经理的权利和义务等,标志着我国上市公司法人治理结构开始向规范化迈步。从1993年中国共产党第十四届三中全会《中共中央关于建立社会主义市场经济体制若干问题的决定》,把国有企业的改革设定为建立现代企业制度起,特别是《公司法》出台后,公司制企业便逐渐成为我国企业的一种最重要的组织形式。从1997年中共十五大至今,在这一阶段,伴随着中国证券市场的蓬勃发展,上市公司治理问题逐步得到各方面的重视,上市公司治理机制的建设得到进一步加强。1999年9月召开的中国共产党第十五届四中全会的

“决定”,把公司治理视为现代企业制度的核心。这说明中国在市场制度建设方面已经取得重大进展,同时,也说明中国政府对转变企业行为的重视。据国家统计局对全国 4 371 家重点企业,包括 514 家国家重点企业、181 家中央管理的国有重要骨干企业、93 家国务院确定的建立现代企业制度百户试点企业、121 家国务院确定的国家试点企业集团母公司以及 3 000 多家省级重点、试点企业的跟踪统计调查,截至 2001 年底,这些重点企业中已有 3 322 家实行了公司制改造,改造面为 76%。改制企业中非国有独资公司(即其他有限责任公司和股份有限公司)占改制企业的 74%。3 322 家改制企业注册资本金合计 11 437 亿元,其中,国有资本 7 383 亿元,占 64.55%,包括集体资本、法人资本、个人资本、外商资本在内的其他各类资本 4 054 亿元,占 35.45%。大多数企业实现了产权的多元化。这表明,目前全国最重要的国有企业,大部分已改为股份制企业,股份制、混合所有制已成为国有制的主要实现形式。有资料显示,截至 2001 年底,除个体户外,90% 以上的新建企业为股份制企业,70% 以上的老企业改为股份制企业,纯国有企业和纯私营企业正在逐渐减少。2002 年 11 月,中共十六大报告进一步提出,除极少数企业必须由国家独资经营外,要积极推行股份制,发展混合所有制经济。2004 年 2 月 4 日,《国务院关于推进资本市场改革开放和稳定发展的若干意见》(以下简称《意见》),明确了推进资本市场改革开放和稳定发展的任务是:以扩大直接融资、完善现代市场体系、更大程度地发挥市场在资源配置中的基础性作用为目标,建设透明高效、结构合理、机制健全、功能完善、运行安全的资本市场。并进一步指出,上市公司的质量是证券市场投资价值的源泉。完善上市公司法人治理结构,按照现代企业制度要求,真正形成权力机构、决策机构、监督机构和经营管理者之间的制衡机制。强化董事和高管人员的诚信责任,进一步完善独立董事制度。规范控股股东行为,对损害上市公司和中小股东利

益的控股股东进行责任追究。在实现上市公司优胜劣汰的同时,完善市场退出机制,切实保护投资者的合法权益。《意见》为积极稳妥解决股权分置问题提供了法律基础。

1.2 本书研究的目的和意义

公司治理实际上是描述董事会、股东、金融家、审计人员、监督者、公司雇员和消费者及供应者之间关系的网络。在上市公司的法人治理结构中,存在两个层次的委托代理关系:股东和董事会之间的委托代理关系和董事会与经理之间的委托代理关系。由于董事会既是代理人,又是委托人,因而董事会在法人治理结构中处于枢纽位置。目前,我国上市公司法人治理结构带有经济转轨时期的特点,股权相对比较集中,董事会和经理层的决策与运作还受到旧体制的影响。另外,我国证券市场的监管水平、监管标准、上市公司信息披露标准还不是很完善。如何建立与市场经济体制相适应的公司治理机制尚需不断摸索。本书的目的在于研究融资方式、融资结构对公司治理的影响,结合我国上市公司融资结构的特点,对我国上市公司融资结构作用于公司治理这一命题做出实证分析,通过融资结构与公司治理存在内在的逻辑联系,优化上市公司融资结构,完善公司治理机制。

从融资结构理论角度看,研究上市公司比研究非上市公司要重要得多,因为上市公司是资本市场微观基础的重要组成部分。上市公司融资结构是否合理、法人治理结构是否完善,直接影响上市公司的质量。它们未来的发展趋势,将在很大程度上决定资本市场的运行方向。资本市场不仅为资金商品交易提供了场所,使资金供求双方在市场机制作用下进行直接的、公开的资金交易,而且具有加速资金积累、推动资源有效配置和利用等功能和作用。资本市场的发展会改变经济运行的基础,改变整个经济理论体系,

甚至改变经济生活中的一切。在没有资本市场或资本市场不很发达的情况下,宏观经济变量之间的关系是相对稳定的,在资本市场快速发展过程中,宏观经济变量特别是与货币密切相关的经济变量之间的相对稳定关系也会发生变化。在资本市场不发达的经济体系中,宏观经济理论的基础至少从外表上看是坚实稳固的。当资本市场发达之后,整个经济活动表现为流动性和不确定性,经济理论体系赖以建立的基础发生了根本性变化,经济变量之间的关系变得越来越模糊和不确定。可以看出,迅速发展的资本市场是把双刃剑,一方面它为整个经济体系提供了效率,另一方面又为经济体系带来了不稳定性。由于经济运行的基础发生了变化,经济理论体系也就必然会发生根本性的变化,经济变量之间关系的不确定性也就越加明显。而融资结构与公司治理是资本市场理论的重要内容。企业在资本市场中融资,究竟是以债券融资为主还是以股票融资为主,这不仅是融资方式的选择问题,也是融资结构与企业价值、资金成本和融资效率的问题。不同的融资方式决定了不同的融资结构,而融资结构又影响着公司治理机制,将企业融资方式、融资结构与公司治理相联系进行研究和探讨,这是近 20 年来理论界与实物界关注的焦点问题。随着资本市场理论和实践的发展,公司治理理论得到了进一步发展,早期的公司治理理论只是关注“三会”之间相互制衡机制以及与经理层之间的关系,现在已经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理论等。在西方发达国家公司治理已形成较为成熟的运作方式,无论是英美市场主导型模式还是德日银行主导型模式,都可为中国企业融资方式、融资结构与公司治理提供理论依据和有益的借鉴。但与国外发达的市场经济相比,中国正处于转轨经济条件下的一个新兴市场,公司治理的健全和完善只是刚刚起步,企业融资环境尚欠发达。因此,国外的理论与经验还不足以完全用于中国融资体制和公司治理的改革实践。事实上,企业融资与治理问

题是一个系统工程,现有的公司理财学、金融学、管理学和公司治理理论并不能为人们提供一个完善的分析框架,还需要进行不断的探索,这些使本课题充满了挑战和希望。选择这一课题的目的也是期望能在这方面作一些有益探索和贡献。

1.3 国内外研究现状及评述

1.3.1 国外研究现状

公司治理是基于现代企业组织中所有权与控制权相分离,以及由此存在的潜在问题。从这一视角出发,最早对公司治理的论述可追溯到 1776 年,这一年亚当·斯密在他的《国富论》中写道:“职业管理者是管理别人的钱而不是自己的钱……像照看自己的钱一样,用相同热情,这是不可能的。”1932 年,阿道夫·伯利和加德纳·米恩斯(Adolph Berle & Gardiner Means)进一步提出这些“潜在问题”注定了公司成为难以维持的组织形式。

学者普遍认为,真正公司治理理论的提出及对其进行系统性研究,是詹森和麦克林(Jensen & Meckling)1976 年共同发表的关于公司理论的论文掀起公司治理研究的狂飙。这篇论文提出了现代公司的代理理论和外部股权的代理成本和债权的代理成本。詹森和麦克林认为,当管理者不是企业完全所有者,也就是他拥有的公司剩余现金流索取权(the residual cash flow rights of the firm)小于 100%,那么,管理者与外部股东就有潜在的利益冲突。财务学家从那时起就致力于设法了解、定义、衡量,并使这些冲突最小化,或者更确切地说使其对公司价值影响最小。由此算来真正的公司治理研究只有 20 多年的历史。詹森和麦克林(Jensen & Meckling, 1976)也是最早从融资结构角度系统研究公司治理理论的,他们指出在投资及其投资者本人财富给定的条件下,管理者(own-

er-managers)的剩余份额会随着举债投资部分的增加而增加。然而公司拥有债务时,股东和债权人之间出现利益冲突,债务的存在导致债务的代理成本。当财务困境发生时,这些利益冲突放大,给公司增加了代理成本。因为债权人是理性的,所有这些成本最终均由企业股东及管理者负担。他们认为,均衡的企业融资结构是由股权代理成本和债权代理成本之间的平衡关系来决定的。格罗斯曼和哈特(Grossman Hart,1982)第一个讨论使用债务比使用股权更能让管理者预先答应努力工作。詹森(Jensen,1986)的自由现金流量理论指出,债务迫使经营者承诺在未来支付现金流量,减少管理者可动用现金流量支出决定权。施莱弗和维施尼(Shleifer & Vishny,1997)也指出债务在减少管理者和股东之间利益冲突中扮演重要角色。因为管理者可以做出选择股利或股票回购的方式将现金返还给股权投资者,但管理者有在特定时间内按特定数量返还现金给债权人的义务,否则就有丢掉一些或全部控制权的风险。但另一方面,债务增加也会有成本,当财务杠杆比率上升时,债务的代理成本也会上升,包括破产成本。梅耶斯(Myers,1977)的研究发现企业近期面临破产时,即便有新的可以导致价值增加的项目,股东也不会有动力去投资,因为在濒临破产的情况下,现有的破产程序将可能使该项目的成本和风险全部由股东承担,但收益却大部分或全部归债权人所有。鉴于债务融资比例过高的公司易于出现破产,因而他认为债务比例高的公司可能容易导致放弃价值增加的项目。这是一种因害怕破产而引起的代理成本。

梅耶斯和麦基里夫(Myers & Majluf,1984)的《企业知道投资者所不知道信息时的融资和投资决策》一文,在罗斯理论的基础上,进一步考察了不对称信息对企业投资活动及融资方式的影响。他们通过建立模型解释股票市场对杠杆作用的反应,即所谓优序理论:公司为有价值的投资寻找资金时首先会在内部融资,或者如果他们不得不在外部融资的话,他们会发行风险最小的有价证券,

只有在股票价格被高估的情况下公司才会发行股票来融资。投资者明白这些动机,并且意识到经理人要比他们自己对公司的前景更加了解,因此投资者总是认为新股发行是“利空”的消息(公司经理人认为其公司的股价被高估了的信号)。从这个角度而言,通过易于沟通或已经给公司融资的银行融入资金,可能会变成一种易于被投资者接受的融资方式。威廉姆森(Williammson,1988)则提出了公司治理学说,从交易成本经济学的角度,分析了公司融资结构与公司治理的关系。他认为,债务与股权不仅仅是不同的融资方式,更重要的是它们是两种可供选择的治理结构。债务治理发挥作用主要通过债务合同中的固定条款来实现,称“条约治理”,而股权治理则赋予经营者更多的自由度,称“随意处置治理(discretionary governance)”。

20世纪80年代的杠杆收购或是利用财务杠杆调整融资结构相当盛行,债务成为解决管理者与股东之间代理问题的有效办法。为了成功清偿债务、减小借贷资金的压力,杠杆收购通常要求目标企业进行大幅度的经营改革,重新配置资本和调整人员,保持经营良好和充足的现金流,并促进企业长期效率的提升。而且,与以往不同是这种要求不再来自股东,而是来自企业内部——管理层自身。哈里斯和雷维(Harris & Raviv,1988)在《公司控制权之争与融资结构》一文中,特别关注企业在职经理通过改变自己所持有股票的比例,操纵或影响股权收购的能力。从某种意义上说,在职经理与潜在股权收购者(竞争对手)之间的控制权之争取决于其拥有股权的多少。哈里斯和雷维认为,公司不同的财务杠杆比例,会导致不同的购并和结果。如较高的债务水平会导致杠杆收购,很低的债务水平可能导致成功的标价收购,中间水平的债务意味着控制权可能由代理权竞争决定。斯塔茨(Stulz,1988)也指出,公司融资结构的变化会导致经理拥有的投票权比例的变化,进而影响公司代理权及控制权争夺的结果。伊斯雷尔(Israel,1991)则

进一步对融资结构与控制权争夺市场的关系作了研究。他认为,当公司面对被收购时,发行债务将可以导致公司价值的提高。阿洪和波尔顿(Aghion & Bolton, 1992)认为,债务融资与股票融资不仅收益索取权不同,而且控制权安排也不相同。通常债务融资契约是和破产机制相联系,而股票融资契约是与在保持清偿能力下的企业经营控制权相联系。对于债务融资而言,如果企业经营者能按期还本付息,则经营者就拥有企业控制权;如果企业经营亏损或到期不能还本付息,那么控制权就由经营者转移给债权人,债权人可以行使控制权接管企业;如果企业融资是采用普通股融资,则股东就拥有企业的控制权。

1.3.2 国内研究现状

张春霖(1995)提出,我国国有企业的融资方应监控公司的内部人,也就是说,要重视债权人在公司治理中的作用。他认为,从中国的实际情况来看,为了达到监控内部人的目的,必须重新构造融资机构:对国有融资,要以金融机构制取代行政机构制;对民有融资,要培育多种形式的融资结构,形成竞争性的融资市场。在随后的研究中,张春霖(1997)认为,我国国有企业面临的问题,根源于从计划经济遗留下来的以国家为唯一中介的融资体制。而解决国有企业的问题,根本出路在于以市场经济的融资体制代替计划经济的融资体制,同时尽早处理国家融资体制遗留的历史欠账问题。在这里,他强调了融资结构对公司治理的影响。张维迎(1996)指出,我国银行对企业的债权实际上是政府对企业的股权。国有企业融资结构的真正问题是投资主体的错位,即真正有能力、有资格当股东的投资者成了债权人,而没有能力、没有资格的国家却是最大的、甚至是唯一大的股东。他还通过对非对称信息与公司融资、泡沫经济和金融危机的分析指出,非对称信息导致了融资中的逆向选择和道德风险,从而限制了资本市场的发展,导

致了泡沫经济与经济危机。忻文(1997)认为,我国国有企业资产负债率高的根本原因,不在于企业经济效益水平的不高,而是“预算软约束”条件下的企业行为所致。他认为,解决我国国有企业资产负债率高的途径在于明晰产权,使企业成为真正的竞争市场主体,而不是通过财政注资、核销债务及债转股来实现。张昌彩(1998)认为,我国企业的融资具有“内源融资”的性质,银行与企业之间是同源的,即它们的委托人都是国家,这种“内源融资”导致了企业的高负债。他还认为,我国资本市场股权融资缺少“退出”机制,需要引进兼并收购机制。建议大力发展债券市场,以优化与完善融资结构与公司治理。

施东晖(2000)则以上市公司为研究对象,指出我国上市公司在融资行为上存在较显著的“配股偏好”现象,股权融资是上市公司资产增长的最主要来源,从而导致资产负债率逐年降低,而债务结构又以流动负债为主。并分别从宏观的外部制度成因和微观的内部管理动机来探讨形成这种现象的原因。他在对上市公司融资结构与融资行为实证分析后得出,长期以来,单一的融资体制和低效的内源融资能力导致国有企业过度负债,并成为困扰国有企业改革和发展的一个重要因素。近年来,随着证券市场的迅速发展和融资功能的增强,企业注重股票融资有其客观必然性,但过度依赖股票融资也将对公司本身和证券市场的发展带来许多负面影响。杨瑞龙和周业安(2001)对我国上市公司融资结构进行了实证检验,其结果显示我国的上市公司在制定融资结构政策时基本不考虑利益相关者的利益,股权集中度是一个无关变量。同时结果显示,企业的负债率与企业本身的资产结构、企业内部人持股份额以及企业的规模相关,在企业的资产中,清算价值高的资产比重越大,企业的负债率越高,内部人持股份额越大、规模越小,企业负债率越高。

晏艳阳(2001)在其论文《我国上市公司的资本结构与代理成

本问题分析》中分析了我国上市公司股东与经理、股东与债权人之间利益冲突的特点,提出了代理成本的资本结构解决方案,扩大债务融资比重,控制配股融资比重,建立我国企业债券市场体系,完善公司治理机制。

刘淑莲(2002)在其博士论文专著《企业融资方式、结构与机制》中,主张企业融资结构调整与公司治理的选择应随着融资方式从银行主导型到市场多元化变迁过程中“渐进式”地从银行监督与治理向市场机制与治理方向过渡。这无疑为中国公司治理变革提供了可借鉴的策略性思路,并提出国有资本实行商业化经营,会进一步加大大有资本的运营成本。对我国上市公司中股权结构调整的基本切入点就是缩股和变现国有股。潘敏(2002)在其博士论文专著《资本结构、金融契约与公司治理》中,通过探讨企业融资行为选择中的代理成本、信息不对称和契约不完备等问题的相关理论研究成果进行梳理,从理论上全面、系统地阐述了融资方式、融资结构等融资行为选择对企业公司治理的影响。对我国股份制企业股权融资偏好、股权融资资金配置效率低下和国有企业公司治理效率低下等问题的形成原因进行了有益的探讨。孙永祥(2002)在其博士论文专著《公司治理结构:理论与实证研究》中,从委托代理关系、公司控制权转移、信息不对称等角度分析了融资结构与公司治理之间的深层关系,同时指出在我国的银行体系与特有的公司制度的前提下,融资结构与公司治理间的互动性上不彻底,融资结构尚未充分发挥其治理作用。

吴晓求(2003)在其主笔的《中国上市公司:资本结构与公司治理》一书中,对利润最大化、股东资产价值最大化和公司所有相关者利益最大化等公司不同目标函数与公司融资行为特征和公司治理结构之间的内在关系,对股权结构、股东结构、激励机制等制度性因素和行业周期性、市场竞争结构、控制权市场等非制度性因素与公司融资偏好,进而与资本结构之间的联系等系统地进行了

实证分析 ,得出了一系列有价值的理论判断和政策建议。

1.3.3 国内外研究现状评述

从国外文献来看 ,几乎所有研究都是以詹森和迈克林的代理理论为基础或是它的发展 ,概括起来主要从代理成本、交易成本、控制权争夺等不同角度考察了融资结构与公司治理的关系。其中以詹森和麦克林(1976 ,1986)为代表包括格罗斯曼和哈特(Grossman & Hart ,1982)、施莱弗和维施尼(Shleifer & Vishny ,1997)、梅耶斯(1977)等都研究了融资结构与代理成本的关系 ,他们证明了举债的边际代理成本是企业融资结构中举债数量的增函数。“代理观点是重要的 ,特别是为什么公司经营者与它的投资者之间的利益冲突是理解融资结构的关键所在。代理研究法相对其他理论的一个巨大的优点在于 ,它能够理解企业为什么要发行优先债券及债务的不及时偿还为什么会导导致破产形式的惩罚”。^①

威廉姆森(Williammson ,1988)则提出了公司治理学说 ,从交易成本经济学的角度 ,分析了公司融资结构与公司治理的关系。该学说是在代理理论的基础上发展起来的 ,威廉姆森总结了负债的各种作用 ,其中包括詹森(1986)的控制作用。威廉姆森支持詹森的“ 杠杆收购用作约束管理层随意处置权的工具 ”的观点 ,只不过威廉姆森是从资产的角度而不是现金流量的角度考虑问题。

20 世纪 80 年代 ,随着企业兼并与接管活动的深入进行 ,人们发现资本交易不仅会引起剩余收益的分配问题 ,而且还会引起剩余控制权的分配问题。哈里斯和雷维通过考察所有权结构 - 股权收购 - 融资结构之间的关系 ,阿洪和波尔顿则通过分析债务契约中的破产机制特征 ,分别从财务及控制权的角度解释了为什么股

^① Hart O. Firms contracts and financial structure. Oxford University Press , London. 1995.

票和债券会成为重要的融资工具。无论是哈里斯和雷维还是阿洪和波尔顿的控制权理论,其思维原点都是代理成本说,但作为 20 世纪 80 年代末融资结构研究突起的一支新军,它一开始就以超范围、跨学科的方式,涉及所有权结构、控制权转移、跨资本市场、企业兼并与收购等理论。詹森和华纳评价这些文章,为理解经营者的利益是如何与投票法则和所有权结构相互作用,以及企业控制权市场怎样影响企业融资结构提供了一个好的开头。

梅耶斯和麦基里夫(Myers & Majluf, 1984)考察了不对称信息对企业投资活动及融资方式的影响,并提出融资的优序理论。“遗憾的是,优序理论忽视了典型的代理问题,而这一问题很容易在公司经理人集聚到了非常多的闲置资源以至于他们不受资本市场的约束时发生。同时,如果某家公司没有必要筹集新的外部资金,并且不会因为较低的证券价格受到直接的惩罚,同时拥有足够多的闲置资源(非财务收购的防御增强),那么该公司的经理人在遭受恶意收购之后也不会被辞退。……虽然如此,融资结构的优序理论似乎对公司某些方面的解释要比其他的一些模型做得好,这一点在公司进行融资决策和市场对证券发行的反应上特别真实。”^①此外,这一模型的重点放在公司经理人的动机上,而非资本市场评估的原则。

从国内学者的研究来看,关注的焦点均在于旧的融资体制阻碍了债务的治理功能,改革的根本出路在于以市场经济的融资体制代替计划经济的融资体制(张春霖、张维迎、忻文、张昌彩)。施东晖、杨瑞龙和周业安的研究特点是都采用实证研究方法,分析上市公司融资结构与融资行为,也得出张春霖、张维迎的规范分析结果,即单一的融资体制导致国有企业过度负债,并成为困扰国有企

^① 引自[美]威廉·L·麦金森著、刘明辉主译:《公司财务理论》,东北财经大学出版社 2002 年版,第 345 页。

业改革和发展的一个重要因素。刘淑莲、潘敏和孙永祥三位博士的论文专著从不同视角,对融资结构、公司治理这一命题提出自己的观点和建议。其中,刘淑莲将融资问题与产权理论、不对称信息、代理学说和公司治理相融合,研究视野广泛,但相关实证分析较少;潘敏偏重企业金融理论与公司治理的理论研究,对我国企业融资结构和公司治理存在的问题还缺少具体的可操作对策和建议;孙永祥对我国融资结构与公司治理的特点进行了探讨,但缺乏深入研究。

总之,国外的研究多以代理理论为基础,从解决股东和管理者利益冲突问题为中心,这是非常正确的。詹森和麦克林的代理理论也为本书提供了主要的理论依据,但本书也有不同之处,“他们将重点放在因所有权与管理权的分离而导致的代理问题上”,而笔者更关注中国上市公司所有权结构中大股东(国有股)与小股东(流通股)之间的代理问题。这是中国特殊的股权结构决定的。此外,从国内研究来看,多从融资结构对公司治理影响或公司治理对融资结构的影响来研究,缺少双向关系的考察,晏艳阳做了这方面的研究。笔者强调除融资结构影响公司治理外,企业产权的明晰、公司治理结构的完善,也有助于融资结构的优化。从这一点看,与本书研究最接近的是晏艳阳的研究,他在论文中分析了融资结构与代理成本的双向关系,但未进行实证分析。为此,本书在此作了努力,拓展了这一研究领域的深度和广度。

1.4 本书的研究方法和内容

1.4.1 研究的主要方法

企业融资与公司治理的联系性、研究内容的全面性和多样性要求在研究中运用综合性的方法。企业融资结构与公司治理涉及

经济体制、资源配置、市场环境、制度变革等诸多方面,单一的研究方法、单一的分析视角很难抓住问题的本质所在、有所创新、有所发展。本书主要运用实证分析与规范分析相结合的分析方法。

实证分析和规范分析是经济科学研究的基本方法,这一分类方法是依据“是”还是“应该是”的原则,并把经济学区分为实证经济学和规范经济学。实证经济学是关于经济现象“是什么(what it is)”的经济理论体系,规范经济学是关于经济现象“应该是什么(what it should be)”的理论体系。如果说实证分析是相关事实(如信息)的搜集、描述和整理,那么规范分析就是在此基础上的加工、改制和提炼。在经济研究中,仅仅运用实证分析方法所搜集和描述的种种经济数据和运作轨迹是很不够的,甚至是无意义的,只有同时进行规范分析,通过人们对经济现象最基本的价值判断,才能揭示出各种经济现象背后隐藏的规律性的东西,指导经济更快、更好的发展,满足人们的需要。但规范分析必须建立在实证分析的基础上,否则,就可能陷入主观臆断,如果据此应用于经济实践,则可能影响经济的发展。本书在从企业融资角度研究上市公司治理问题时,试图从两种方法联系入手,特别注重对有关经济现象的实证分析,力图把规范分析建立在真实、具体的实证分析的基础上,在回答“是什么”的基础上,提出“应该是什么”的对策性建议。

此外,本书还采用比较研究的方法,比较了以英、美、日为主的融资模式和治理模式。虽然国外融资模式与公司治理模式不一定是我国融资和治理的必由之路,但对发达市场经济的资本市场的探讨仍然会对我国资本市场的发展和成熟有借鉴意义。

1.4.2 研究的主要内容

研究融资结构和公司治理关系的基本理论问题在于:融资结构如何影响公司治理?公司治理又如何作用于融资结构?本书采

取总论—分论—总论的研究路线。首先分析融资结构、公司治理与委托代理关系,融资结构中产生的管理者与股东及股东与债权人之间的代理问题正是公司治理所研究和解决的问题,委托代理关系是融资结构代理问题产生和公司治理存在的共同基础,笔者提出在公司治理金融观的基础上,也应考虑公司治理对融资结构的作用,两者相辅相成。在指出融资结构与公司治理内在逻辑关系的基础上,分别论述融资结构理论与模式的国际比较及对中国的借鉴意义,并考察公司治理在其中的影响与作用;公司治理的治理机制与治理模式比较,指明我国治理模式的发展方向。然后本书对我国上市公司融资结构与公司治理存在的问题做出实证研究。本书选取1999~2001年211家非金融行业上市公司,详细分析我国上市公司融资结构对公司治理的影响时,考虑了净资产收益率与资产负债率的内生性问题,建立恰当可识别的联立方程组模型。本研究有两个发现:(1)有较高负债率的公司资产周转率和净资产收益率较高,这说明增加债务融资比例,可以降低股权的代理成本,有助于减少股东的利益向经理人转移。(2)股权集中程度与企业的绩效不显著相关,控股大股东尤其是第一大股东,未积极关心企业的资产效率提高和致力于公司代理成本的降低。实证结果还显示出大股东维护自己的私利操纵公司,损害小股东的利益。最后,本书对融资结构与公司治理的优化提出对策性建议。

本书共由六章构成。第一章绪论,介绍了研究背景、国内外研究现状、研究意义、内容和方法。第二章融资结构、公司治理与委托代理关系。第三章融资理论与融资模式比较及我国的借鉴。第四章公司治理机制与治理模式。第五章上市公司融资结构与公司治理的实证分析。第六章上市公司融资结构优化与公司治理机制的完善。

本书在提供融资结构与公司治理的微观理论基础上,对我国上市公司融资结构作用于公司治理这一命题做出实证研究后,指

出优化中国上市公司融资结构以及完善公司治理的思路与建议。本书的研究结论和创造性成果可归纳为以下几方面：

第一,在概念上,提出公司治理是一种指导和控制公司的体系,实际上是对董事会、股东、金融家、审计人员、监督者、公司雇员和消费者及供应者等利益相关主体之间相互联系、互相制约而构成的一个整体。并将公司治理涵义用一个表示责任与义务的关系图描述,公司治理是环绕所有这些责任和义务的纵横交叉,董事会是公司治理的焦点。股东和利益相关者的主体利益是有先后顺序的,法律责任从董事会开始顺时针方向移动。

第二,在方法上,建立恰当识别的结构方程组。资产负债率和净资产收益率是内生性变量,股权集中程度($conc$)和净资产市场成长性(val ,净资产市场价值/净资产账面价值)是外生变量,选取沪、深交易所 1999 年以前上市的公司 211 家,数据从 1999 年到 2001 年。在估计方法上采用两阶段最小二乘法(2SLS),回归分析上市公司融资结构对公司治理的影响。

第三,在模式上,建议融资结构与公司治理模式国际化运作。虽然因为经济、政治、历史、文化等方面的原因,各国公司治理模式有一定的差异,但随着公司治理问题的研究,世界范围内的公司治理正趋于同化。“国际化”指运作模式(手段)是国际的,但内容是中国(特色)的。我们国家企业所有制是多种所有制并存,公司数量、规模各异,公司治理与融资结构的改革不应按照单一模式进行。上市公司随着质量的提高,资本市场对融资方式、融资结构与公司治理影响的加强,上市公司可以选择准市场主导型的融资和公司治理模式,发挥资本市场的治理作用。

第四,在机制上,设计国有股的全流通方案,提出全流通是股权结构调整的最终解决办法,并提出非流通股流通价格的新思路。从融资角度分析,上市公司法人治理结构的调整与完善主要是国有股权问题,是解决我国证券市场国有股和法人股的可流通权问

题 ,不是简单的非流通股的大量减持 ,关键还是流通股权的改制。而从本质上来说 ,“ 全流通 ”更多强调的只是一种公平与公正 ,是流通股股东与国有股股东、法人股股东之间的平等 ,是对上市公司“ 责权利 ”的统一。

本书在研究与撰写过程中 ,尽管做出了一定的努力 ,但仍存在许多不足与缺陷 ,对很多方面的研究存在局限性 ,有待进一步拓展与深化。例如 ,实证分析的数据来源主要是上市公司 ,对中小企业特别是民营企业融资结构与公司治理关系研究 ,因为数据资料缺乏本书没有涉及 ,而这些企业在我国数量众多 ,有待进一步研究 ;经理人的薪酬和股权激励问题 ,目前只存在一些框架性的研究 ,有待进一步探索 ,如设计适合我国国情的经理激励的具体方案、不同所有制企业经理激励情况研究等。

第二章

融资结构、公司治理与委托代理关系

2.1 企业融资中的委托代理关系

2.1.1 融资结构的界定

企业如何筹集资本性支出所需的资金？从资金来源的角度看就是资本结构，它是在公司长期财务结构中，以债务、优先股和普通股权益为代表的企业的永久性长期融资方式组合（或比例），^①即指企业各种资金的构成及其比例关系。狭义的资本结构（capital structure）仅指企业长期资金来源（长期负债与股东权益）之间的比例关系，而广义资本结构表示公司短期、长期负债与股东权益的比例。融资结构是从融资方式的角度，将企业的资金结构划分为内部融资与外部融资、直接融资与间接融资等。从价值总量来说，广义的资本结构、融资结构两者是相等的。在本书的讨论中，为保持全书的统一性，更多的使用“融资结构”一词。

^① James C. Van Horne, John M. Wachowicz, Fundamentals of Financial Management, 2001. 引自吴晓求主笔：《中国上市公司资本结构与公司治理》，中国人民大学出版社2003年版，第79页。

2.1.2 企业融资中的委托代理关系问题

融资结构理论中的代理理论是企业契约理论中的代理理论在金融理论中的应用。在构成企业的一系列利益相关主体之间的契约中,与企业融资有关的委托代理关系主要表现为股东与经营者或股东与外部债权人之间的委托代理关系。

在许多情况下,当一个个体或者一个组织授权另外一些人或者组织代表他或者他们行使某项工作或职权的时候,两经济主体之间形成委托-代理关系(principal-agent relationship)。其中,行为委托主体称为委托人(principal),代替委托人实施行为的主体称为代理人(agent)。委托代理关系的特点在于委托人和代理人两者的行为目标的不一致性。由于行动目标的不一致,致使代理人行动的结果往往与委托人所期望的结果不一致。如果没有明确的契约约束,代理人就更加可能为自己谋取利益,而损害委托人的利益。在委托-代理理论中,委托人面临两个重要的问题:第一是选择合适的代理人,第二是选择合适的激励机制,使代理人按照委托人的利益来行事。然而,要做到这两点并不容易。为了确保代理人的行为不偏离委托人的目的或不损害委托人的利益,委托人就必须事先采取一定的措施来对代理人进行控制。当然,为控制代理人,代理关系也会发生成本。詹森和麦克林(1976)定义的代理成本是:(1)委托人的监控支出;(2)代理人的管束支出;(3)剩余损失。从股权的代理成本和债权的代理成本出发,詹森和麦克林得出结论,均衡的所有权结构是由股权代理成本和债权代理成本之间的平衡关系决定的,企业的最优资本结构水平应是负债的边际避税效应与负债对股权融资边际代理成本的降低效应之和刚好等于负债的边际代理成本的均衡点。也即在这一点上增加负债带来的边际收益刚好等于增加负债带来的边际成本。

奥利弗·哈特(Oliver Hart,1996)在《公司治理:理论与启示》

一文中提出了公司治理理论的分析框架。他认为,“只要以下两个条件存在,公司治理问题就必然在一个组织中产生:第一个条件是代理问题,确切地说是组织成员(可能是所有者、工人或消费者)之间存在利益冲突;第二个条件是,交易费用之大使代理问题不可能通过合约解决”。他指出了公司治理存在的条件和理论基础是代理问题和合约的不完全性。现代企业理论的一个核心观点是,企业是一系列不完全合约的有机组合。这种合约的不完全性,决定了所有者和管理者相分离产生的代理问题,无法靠合约来解决。因此,公司治理就至关重要。

2.2 股权融资与公司治理

2.2.1 股权融资中的代理问题

现代公司所有权与控制权分离,企业经营者与外部股东之间形成一种委托代理关系。股东把公司看作是投资工具,希望经理们勤奋而高效地工作,以实现其财产价值最大化。而相反,经理只是把股权看作是公司关系中的一个方面,把公司看作是得到工资、地位和认同的来源,以及创造自身人力资本价值的手段之一。财产价值只是管理者多种利益来源的一个方面,为了保护和增加这些来源,经营者有时会做出使自身得利而使股东利益受损的决策,引发股东与企业经营者之间利益冲突。经营管理者的道德风险行为表现为以下几个方面:

2.2.1.1 经营者保住职位和各种非生产性消费行为

人们通常不喜欢失去工作,公司高层管理者在这点上与一般雇员是一样的。但是,从经营者的角度看,努力经营使公司价值增加所付出的各种努力会给企业经营者带来负效用,对企业的经营者而言,最优的经营努力水平是在努力经营的边际收益与边际成

本相等点。另一方面,股东对管理团队寄予很高期望,希望他们尽全力经营,使公司价值最大化。如果该经理层现在不能适应已经变化的环境,需要替换现在经理层时,经营者和股东之间的严重的利益冲突就成为必然的结果。

经营者和股东之间的代理问题还常常表现为经营者的开小差 (managerial shirking) 和经营者额外消费 (consumption of perquisites),如购买豪华办公设施、公司专用飞机、延长休假等。如果在降低奢侈的成本时,艰苦工作的回报并不增加,理性的经营者将会投入较少精力到工作中去,而享受更多的特权。

2.2.1.2 经营者对风险的厌恶导致投资不足行为

从经营者和股东对特定公司利益相关性看,股东和经营者对风险承受水平是不一样的,股东投资金融资本在公司中,这类股东持有多样化的投资组合。因此,他所持有的公司股份只是他个人全部财富很小的比例。这样的优点是在任何一个公司中的项目失败,对他的财富负面影响都是很小的。

与股东不同的是,公司的经营者的大部分人力资本捆绑在公司中(尽管也可能有一些金融资本投入),如果项目失败经营者与分散投资的股东相比损失的要多得多,这加剧了经营者与股东在投资政策方面的潜在的利益冲突。分散持股的股东有一个简单的投资政策:投资在所有净现值为正的项目。经营者往往不愿意冒风险,因为他的个人收入与其所冒风险之间没有明显的关系,高风险的投资项目一旦失败,会导致公司的财务失败或破产,经营者也会因此而“下岗”,失去其稳定的收入;而高风险的投资项目成功,取得较高的超额收益时,经营者却不能分享其超额收益,即使能分也是微乎其微。经营者对风险的厌恶态度会使企业失去比较有盈利潜力的投资机会,从而使股东的利益受到损失。

2.2.1.3 减少股利分配 增加自由现金流量

詹森(Michael Jensen,1986)将自由现金流量定义为企业在

“满足所有以相关的资金成本折现的净现值为正的所有项目所需资金后剩余的现金流量”。简单地讲,自由现金流量就是企业产生的在满足了再投资需要之后剩余的现金流量。这部分现金流量是在不影响公司持续发展的前提下可分配给企业资本供应者的最大现金额。

自由现金流量呈现出经营者和股东之间严重的利益冲突。经理层对自由现金流量可能采取三种基本行动:分配给投资者;再投资到新的或已存在的项目中;或者留在公司投资一些保守型的金融债券上。^①自由现金流量是股东的,至少在理论上是这样。因此,从股东选择的意愿看,再投资现金到好的项目(项目的净现值是正的)肯定对他们是有吸引力的。可是,按定义我们没法去谈论好项目,因为如果有好项目存在,这样的现金流量就不是自由现金流量了。很明显,股东不想把现金投资在净现值为负的项目上,因为这样会减少他们所持股份的价值。这样看来,假设可以获得合理的回报,现金被留在公司,似乎看起来也没什么不好。然而,股东自己有投资其他金融证券的能力,而且更愿意选择最适合他们个人投资组合需要的证券。此外,在报告中有现金但现金仍然被管理层所控制,且这些现金很可能被用来投资在坏项目上。因此,股东更愿意将自由现金流量无论通过股利还是回购的方式返还给他们而不是留在公司里。但从经营者选择意愿看,他更愿持有现金流量,或者宁愿将它投到净现值为负的项目上也不把它返还给股东。或许他错误地相信会有好的项目存在,或者他根本就是想最大化地控制资产数量。经营者们像大多数人一样热衷权利和威望,那么,经营一家销售额是1亿元的公司当然比销售额仅有100万元的公司更有威望。因为即使是坏的投资也能增加销售

^① 公司购买债券的限度,是可以支付给投资者的自由现金流量数量,因为管理层有责任按合约规定的日期向债权人支付本金和利息。

额,况且很多经营者的激励计划与公司规模大小挂钩。

显然,企业经营者和股东之间潜在的利益冲突是内在不可调和的,正如本书前面提到过,这一事实导致弥勒和米恩斯(Berle & Means, 1932)发问是否现代公司是一个可维持的组织形式。更近一些时候,詹森(Jensen, 1989)表达了近似的观点。他认为,在成熟的行业中上市公司不是一个合适的组织形式,它已被并将继续被通过债务和私人股权融资的公司所代替。这些讨论当然不是一点价值没有,詹森描述所有权与控制权分离的公司代理成本是最高的。然而,一个成功的企业总是需要企业家技能、经营者技能和金融资本等不同要素,而这其中的每一要素分别由不同的人拥有。这样,所有权与控制权分离,必然允许很多理性的代理者,对他们自己才干最大化地加以回报。那么,公司形式能够存在暗示,所有权与控制权分离大多数情况下其后果是相关利益大于相关的成本。一方面,基于这样的事实:潜在利益是高的;另一方面也基于这样的事实:各种机制的介入能帮助减少却不能完全消除所有权与控制权相分离产生的代理成本,这些就是公司治理机制。

2.2.2 股东与管理者之间代理问题的解决办法

公司治理是所有权与经营权分离的产物,也就是说没有委托代理关系,就不需要它去监管作为公司所有者的经营者。企业融资结构中股东与经营者之间的利益冲突,也正是公司治理研究所所有权与经营权分离情况下的“代理人问题”,其焦点在于使所有者与经营者利益尽可能相一致。能增加经营者行为和股东利益的一致性方法主要有三种:签订合同、加强监督、提供激励。

2.2.2.1 合约解决办法

对代理问题最常见的解决办法就是签订一个要求代理人以委托人利益为准绳进行行动的合约。例如,公司经营者签订合约保证任何行动都是确保股东利益最大化的。不幸的是任何合约都有

不确定性和信息的不对称性。一方面由于合约不可能将未来可能发生的事件都包罗无遗 ;另一方面 ,公司股东并不知道在哪种情况下采取什么行动能使价值最大化 ,这也是雇佣职业管理者的原因。因此 ,这种委托代理合约是一种不完全的合约。

2.2.2.2 监督解决办法

相对于合约 ,另一个选择是监督管理者行为 ,也就是判断经营者是否致力于股东财富最大化。监督解决办法需要有可威慑经营者的有效监督者。股东 ,作为委托人似乎是当然的选择。然而 ,股东作为监督者有两个非常大的缺陷。首先 ,一般的股东都缺少行业专门技术 ,他们不能鉴别管理失误是由于经营者开始决策错误造成的还是由于管理决策是正确的而受经营者控制之外因素影响造成的。而合格的监督者能够说明两者的不同。其次 ,一般的股东没有积极性去监督。因为股东对经营者的监督需要支付相应的成本 ,而监督所产生的收益却又是按股份均摊的 ,由此会导致小股东从监督活动中获利较少而采取搭便车行为 ,使监督活动更多地依赖于大股东的努力。在公司所有权结构过度分散的背景下 ,大股东的缺乏会使“搭便车”行为成为一种通病而使经营者更加缺乏监督。

值得庆幸的是 ,依然存在一定数量的公司管理高层的潜在监督者 ,包括董事会、债权人、大股东 ,还有来自公司内外的竞争团队。如负债作为一种硬预算约束 ,债务的利用抑制管理者因自由现金流量引起在职消费的过度投资。

2.2.2.3 激励解决办法

如果说合约和监督解决办法减少经营者与股东代理问题 ,使用的是大棒 ,那么激励可谓是胡萝卜。我们知道 ,代理问题产生于委托人和代理人之间的关系的动机问题 ,即委托人如何通过一套激励机制促使代理人采取适当的行为 ,最大限度地增加委托人的效用 ,同时管理者也可从公司价值增加中得到利益。

2.3 负债融资与公司治理

负债融资或负债比率的上升虽然能够回避股东与企业管理者之间的利益冲突,抑制管理者的道德风险行为,但当企业发行公司债或向金融机构借款时,作为企业内部经济主体的股东、管理者与企业外部债权人之间就形成以负债契约为媒介的委托代理关系。债权人作为委托人和企业股东及管理者之间会发生利益冲突^①。股东与债权人之间的代理问题的原因是借贷双方目标函数不一致和借贷双方存在着信息不对称性。从借贷双方的目标函数分析,企业借款的目的是为了扩大生产经营,强调的是借入资金的收益性。而债权人贷款的目的是获得贷款利息,由于贷款期望收益率取决于贷款利率和债务偿还概率,在利息率一定的情况下,债务偿还概率越小,或债务违约风险越大,债权人的收益就越小。因此,债权人不仅强调贷款的利率高低,更加关心贷款的安全性。由于在借贷活动中存在着债务人比外部债权人占有更多企业财务信息,因而债务契约签订后,股东有可能会损害债权人利益,以抬高债权人的委托代理成本。

2.3.1 负债融资中的代理问题

负债融资引起的股东与债权人的利益冲突主要表现为:股东有可能将本属于外部债权人的权益通过一定的方式转移到自己手中;或因过度举债有可能放弃有利的投资项目,发生投资不足。

股东以及经营者转移外部债权人权益的手段有四种:股利政策操作、现有债券价值的稀释、资产替代行为和投资不足问题。

^① 为了分析简化,这里假定管理者行为和股东利益最大化目标一致。

2.3.1.1 股利政策操作

企业利用负债融资后,股东可以在不改变预定的投资项目计划,或投资项目计划无法改变的情况下,将负债筹集到的资金用作股利分配的来源,分配给股东;而在投资政策可以变更的情况下,股东及管理者有可能通过削减投资项目的方式,减少投资支出,增加股东的股利分配,使股东的利益增加。如果红利大于股权自由现金流量,则意味着公司必须通过举债或发行新股等方式融入现金以满足股利支付的需要。

2.3.1.2 现有债权价值的稀释问题

在企业市场价值和现有营业收入不变的情况下,企业经营管理者可发行与现有债权具有同等或同等以上优先权益的证券,使现有债权人的债权价值稀薄化,达到转移现有债权人利益的目的。债券的发行或贷款的提供是假定借款人事后不会发行或借入具有同一次序或更优次序债券或贷款的,如果企业股东事后违约,为了增加利润而增大了财务杠杆,那么,原来风险较低的企业债券就会变成较高风险的债券。也就是说,发行新债,加大了违约风险,使企业原有债权价值降低。

假设第 t 期,企业收益中股利的分配额为 D ,债券的利息为 R_0 。同时,企业新投资项目的投资额为 I ,投资项目的资金来源为第 t 期的营业收入及新股、新发行的公司债券所筹集的资金。因此,第 t 期企业的市场价值 V 为:

$$V = S_0 + s + B_0 + b \quad (2-1)$$

这里 S_0 为到第 $t-1$ 期为止企业已发行股票的市场价值, s 为第 t 期新发行股票的市场价值, B_0 为到第 $t-1$ 期为止企业已发行公司债券在第 t 期的市场价值, b 为第 t 期新发行公司债券的市场价值。

另外,在第 t 期,对企业的新投资项目而言,下面等式成立:

$$X + s + b = I + D + R \quad (2-2)$$

这里 X 为在第 t 期的营业收益。

将等式(2-1)进行适当变换,并代入等式(2-2),可得:

$$V - I + X = (S_0 + D) + (B_0 + R) \quad (2-3)$$

等式(2-3),右边的第一项($S_0 + D$)为现有股东的权益,第二项($B_0 + R$)为现有债权人的权益。企业的营业收益 X 依存于企业第 t 期以前的投资水平,与第 t 期的投资活动无关。因此,在企业的新项目投资额 I 作给定条件,并且一定的情况下,等式(2-3)左边的值是一定的,则,等式(2-3)右边现有股东和现有债权人的权益之和也一定。

在这种情况下,如果企业发行与现有公司债券同等权益的证券融资,如对现有股东发行优先股等,现有公司债的价值就会被稀释,现有债权人的收益就会减少。因为,现有股东和现有债权人的权益之和是一定的,现有债权人的权益减少,就意味着发行新债而相应减少的原有债券的价值完全转移给了公司股东。

2.3.1.3 资产替代行为

假设某公司将得到两个同等成本的投资机会,在未来 t 时期里产生一个随机收益 $X_j (j = 1, 2)$ 。为简化起见,我们假定两个项目的期望收益 $E(X)$ 相同,分布仅方差 $\sigma_1^2 < \sigma_2^2$ 不同。每个项目分布的系统性风险或协方差 β_j 在夏普(Sharpe, 1964)、林特纳(Lintner, 1965)的资本资产定价模型中被假定是相同的。假设资产价格由资本资产定价模型决定,前面的假设表明,这种分布的每个总市场价值是相同的,我们用 V 表示此价值。如果股东有权决定采取哪种投资计划,而且决定之后他有机会以股票或债券的形式卖掉他的部分或全部要求权,他将不关心上述两项投资的差异。然而,如果所有者有机会先发行债券,再决定进行哪一项投资的话,他就不会对上述两项投资的差异漠不关心了。因为如果他通过承

诺实行低方差的项目,并卖出债券,接着实行高方差的项目,他就能作为股票持有人把债券持有人手中的财富转移到他自己的手中。有关这一命题的证明如下^①：

设 Y^* 表示以无息债券方式卖给债券持有人的固定证券的数量,对他们来说,总收益 $R_j (j=1, 2)$ 表示经理选择的分布)是：

$$\begin{aligned} R_j &= X^* \text{ ,如果 } \bar{X}_j \geq X^* \\ &= X_j \text{ ,如果 } \bar{X}_j \leq X^* \end{aligned}$$

设 B_1 是进行投资 1 时债券持有人的证券的当前市场价值, B_2 是进行投资 2 时债券持有人的证券的当前市场价值。在这个例子里,因为公司的总价值 V 不依赖于投资方案的选择和融资决策,我们可以使用布莱克—斯科尔斯 (Black—Scholes, 简称 B—S, 1973) 期权定价模型来决定每种选择方案下债券 B_j 和股票 S_j 的价值。

根据 B—S 模型,当剩余收益分布的方差不同时,即 $\sigma_1^2 < \sigma_2^2$, 股票价值 $S_1 < S_2$ 。这表示 $B_1 > B_2$, 因为 $B_1 = V - S_1$, $B_2 = V - S_2$ 。

现在当潜在的债券持有人相信债券的证券分布为 1 时,如果所有权人—经理以面值 X^* 卖出债券,他将得到 B_1 的价格。出卖债券之后,在分布 1, 他的股权利益的价值为 S_1 。高方差的分布 2 可使自己的收益更高,即从债券持有人手中再分配财富给自己。在所有的假设中,债券持有人无法阻止经理改变投资计划。如果债券持有人认识到经理有机会实行分布 2, 他们为该证券 X^* 仅会支付 B_2 给经理。这样,就没有财富再分配。

设前面例子中分布 2 的现金流量有期望值 $E(X_2)$, 它比分布

^① 迈克尔·C·詹森、威廉·H·麦克林：《公司理论、管理行为、代理成本和所有权结构》，《财务经济学杂志》1976 年第 3 期，第 305～360 页。本文参考卢俊编译：《资本结构理论研究译文集》，上海三联书店、上海人民出版社 2003 年版，第 219～210 页。

1 的低。则 $V_1 > V_2$ 设定：

$$\Delta V = V_1 - V_2 = (S_2 - S_1) + (B_1 - B_2)$$

如果相对于债券价值的减少 ΔV 足够的小,股票价值将增加。调整 ΔV 的表达式,我们发现两种投资的股票价值之间的差表示为：

$$S_2 - S_1 = (B_1 - B_2) - (V_1 - V_2)$$

等式右边第一项 $B_1 - B_2$ 为从债券持有人财富中转移的量, $V_1 - V_2$ 是公司价值的减少量。因为 $B_1 > B_2$,即使公司价值的减少 $V_1 - V_2$ 是正的, $S_2 - S_1$ 也会为正。另外,只要债权人知道股东会用他的钱冒险,他支付的价格就不会大于 B_2 。减少的公司价值 $V_1 - V_2$ 是债券发行时产生的代理成本,它由所有权人承担。这一财产损失是我们定义的剩余损失部分,它是由筹措资金来进行投资所需要的合作所产生的。

2.3.1.4 举债过度引起投资不足问题

企业利用负债融资有可能使企业因负债过多而导致企业对较高收益的投资项目无法融资、融资能力低下的过度举债现象,还有可能使股东主动放弃对债权人而言有力的投资项目。这两种情况都会导致企业投资发生投资不足。在前一种情况下,当企业拥有较多的负债余额而又缺乏偿还资金时,企业可能会因此导致融资能力降低,从而不得不放弃收益较高的投资项目。在后一种情况下,当企业拥有的投资机会的净现值为正,但该项目净现值的贴现率小于投资者所要求的报酬率时,从债权人看来,应该投入资金,实施项目。但从股东角度看,并非一定愿意投入资金。原因很简单,股东实施项目所获得投资收益将大部分被债权人拿走,股东自身得不到什么好处。

上述因负债融资引起股东与债权人之间的利益冲突或股东的道德风险行为,都会导致代理成本的发生。当财务困境发生时,这

些利益冲突放大 ,给公司增加了代理成本。概括起来债务的代理成本主要有以下三种 :

一是债务对企业投资决策的影响所引起的机会财产损失。因为企业利用负债融资情况下 ,股东作为剩余权利获得者 ,有更大的积极性投资风险较大的项目。如果成功 ,他们会获得利润的大部分 ;如果运作失败 ,在有限责任制下 ,投资的大部分损失则由债权人承担。这样 ,由于举债 ,企业投资决策有可能偏离企业财富最大化的轨道 ,从而给企业带来财富的机会损失(剩余损失)。

二是监督和约束成本(monitoring and bonding costs)。它表现为提高债务利率或债权人和股东订立保护性条款(protective covenants) ,作为股东和债权人之间贷款文件的一部分。限制条款限制或禁止了公司可能采取的行动。例如 ,对企业可支付股利数额做出限制 ;企业不可将其一部分资产抵押给其他贷款者 ;企业不可兼并其他企业 ;企业未经贷款者同意不可出售或租借其主要资产 ;企业不可发行额外长期债务等。

三是破产和重组成本。破产是财务危机的一种极端形式 ,其法定界线是到期不能偿还债务。破产成本 ,按其性质不同又可分为两种 :一种是指企业破产过程中为所需经历的各项法律程序及其他相关工作支付的费用 ,如 ,破产清算中所发生的律师费、法庭收费和行政开支等。另一种是指企业破产而引发的无形资产损失 ,如企业的技术优势、发展机会、人力资源等。破产的可能性和伴随的费用 ,降低了债权人的索偿价值 ,债权人把预计破产费用计入他们的必要利率之内 ,这就降低了股东的索偿价值。

因为债权人是理性的 ,所有这些成本最终均由企业股东负担。因此 ,从股东的角度出发 ,股东在利用负债进行融资时 ,有必要考虑采取一定的治理措施 ,来避免股东与债权人利益的冲突 ,最大限度地降低代理成本。

2.3.2 股东与债权人代理问题的解决办法

缓解与融资有关的代理问题,可以通过发行可转换或可赎回公司债券来解决。

2.3.2.1 可转换公司债券

正如前面的分析,当企业利用纯粹公司债券融资时,选择相对高风险的投资项目对股东较有利,所以,股东存在着从事资产替代行为的动机。具有负值 NPV 的高风险项目将会把财富从债权人手中转移到股东手中。如果这些矛盾不解决,那么公司可能就会放弃有利可图的投资机会。然而,可转换公司债券具有权益的特点,所以发行可转换债券来代替纯粹债券,财富转移发生的情况就会减少^①。当企业发行可转换债券和普通优先股认购权公司债券时,两种公司债券的市场价值将随企业普通股股票的市场价值的上升而上升。两种公司债券所拥有的这种性质将有利于抑制股东从事资产替代行为。例如,发行有股票优先认购权的公司债券,当企业选择高风险投资项目使得普通股股票价值上升时,股票优先认购权公司债券持有者可行使购买期权。当企业市场价值不变或降低情况下,优先认购权公司债券的持有者行使购买期权将会降低现有股东的权益收入。

2.3.2.2 可赎回公司债券

公司价值是其股票价值与债券价值之和。根据 MM 理论 (Modigliani-Miller theory) 和企业融资结构圆饼图,因为无论公司价值在股票和债券这两种工具间如何划分,它总是保持不变。因而,股东财富最大化就意味着可赎回债券价值最小化。显然,在不

^① A. Barnea, R. A. Haugen, and L. Senbet, Agency problems and financial contracting, Prentice Hall Foundations of Science Series (New York: Prentice Hall, 1985), Chapter VI. 本文引自[美]斯蒂芬·A·罗斯、罗德尔福·W·威斯特菲尔德、杰弗利·F·杰福著,吴世农、沈艺峰等译:《公司理财》,机械出版社2003年版。

存在交易成本的世界里,一旦可赎回债券价值超过其赎回价格,公司都应该赎回自己的债券。但是,债券赎回时的买回价格则是在债券发行时事先予以确定的。买回价格既可以设定为债券的面值,也可以设定为比债券面值较高的一个价格。根据巴纳、郝根和森伯特(Barnea, Haugen & Senbet, 1985)的分析^①,只要企业将可赎回公司债券的赎回价格设定在一个适当水平,就有可能克服投资项目选择中的资产替代行为。在同时存在着两个或多个可选择的投资项目时,可赎回公司债券的赎回价格可按以下不等式来设定:

$$\Delta B > \Delta S + \max(\Delta B', 0)$$

这里 ΔB 为选择低风险投资项目时,公司债券市场价格总额(市场价值)与赎回价格总额的差; ΔS 为选择高风险投资项目时企业股票价值总额与选择低风险投资项目时企业股票价值总额之差; $\Delta B'$ 为选择高风险投资项目时,公司债券市场价格总额(市场价值)与赎回价格总额的差。

2.3.2.3 代理问题的其他解决办法

一是选择合理的债券期限。负债融资时产生投资不足的原因之一,是债券偿还年限较长,因此,将企业的负债期间与相对应的融资资产相匹配,采取短期负债展期融资的方式,可解决企业对长期负债资金的需求,克服投资不足的问题。但这种方式会增加债券的发行成本和交易成本。

二是采取限制性条款对债务人监督:① 在借款合同中加入限制性条款,如规定资金的用途,规定不得发行新债或限制发行新债的数额等。② 发现公司有剥夺其财产意图时,拒绝进一步合作,不再提供新的借款或提前收回借款。当然,值得注意的是这些

^① 本文引自潘敏:《资本结构、金融契约与公司治理》,中国金融出版社 2002 年版,第 73 页。

监督措施又会带来监督和执行方面的代理成本。

三是寻求立法保护。法律和监管系统可以防止债权人的利益被伤害,如破产时优先接管,优先于股东分配剩余财产等。法律和监管系统是来自公司外部的治理机制。

2.4 财务契约的设计与代理成本

一般认为,不同融资方式的组合关系形成不同的企业融资结构,而在不同的融资结构安排下,又表现为投资者与经营者之间的一种契约安排。在企业融资结构设置中,一个非常重要的问题是要分析和确定企业进行融资时,什么样的融资结构或契约安排能够最大化地降低股东与经营者、股东与债权人的矛盾或冲突。

从股东与经营者委托代理的关系看,在两权分离的条件下,降低代理成本的重要条件就是要设计和制定一个委托代理契约。一方面,通过契约关系和对股东的代理人-经营者行为进行密切监督以便约束代理人那些有悖于其委托人-股东利益的活动;另一方面,提供必要的激励和动力,使代理人为实现委托人的利益而努力工作。由于委托人与代理人之间存在着不对称信息,所以设计激励约束机制所遇到的普遍问题是:当委托人向代理人了解他们所属类型的信息时,除非通过货币支付或者某种控制工具作为刺激和代价,否则代理人就不会如实相告。因此,获得代理人行为的信息是设计最优激励约束机制的关键环节。

促使代理人公开其私有信息是一个委托人与代理人不断博弈的过程,在这一过程中,委托人不断地修改规则,直到代理人能够接受契约的同时,也达到自己期望效用的最大化。委托人在订立契约时考虑代理人可能欺骗的成分,设法把代理人想要隐瞒的私有信息事先预计,写入契约中。但是委托人不可能做到完全预计,可见契约也不可能是完备的。这就要委托人想出一个什么招,让

代理人愿意说实话。事实上,即使委托人掌握了全部信息,但契约签订后,随着经济环境的变化,委托人要想始终获得和代理人一样的信息是困难的,而且代价是很高的。

如何解决委托代理契约中的代理问题,许多学者进行了探讨并提出了解决的“招”。霍克和西贝特(1989)就提出:“对代理问题的解决方法可以看成是对一揽子财务契约的设计,目的在于向市场保证作为部分所有者的经营者,所面临的利益和成本分布接近于他作为唯一所有者的分布”。^①他们指的一揽子方案,包括让经营者拥有企业的一部分股权,也包括赋予经营者一定股票期权或持有一定的可转换债券。前者可以看成现实股权,后者是预期股权。这些股权构成了经营者做融资决策时的一揽子融资方案,也可以看作是经营者所持有的一种分散化资产组合。经营者为了达到自己的预期效果,就必须全面考虑自己持有股票和期权的价值变化,以及由此产生的利益与成本的再分布。在这种融资组合下,经营者的个人预期收益与企业收益或企业价值成正相关,从而降低了经营者从外部股东手中转移财富的动机。但达到经营者作为唯一所有者时一样的收益是不可能的,因为代理成本不可能完全解决。他们甚至认为,无论是在劳动力市场还是资本市场都没有办法找到完全的、无成本的解决办法。只能通过设计出一些复杂的财务契约,作为解决代理问题的低成本工具:(1)由于过多的非货币收益消费引起的代理问题,可以通过可转换债券或包括外部人权益的股票期权在内的契约设计来解决;(2)由于股东不愿意承担风险的动机所引起的代理问题,可以通过发行可转换债券解决;(3)由于信息在内部人和市场之间的不对称分布所引起

^① 霍克和西贝特:《不对称信息和代理关系的新视野》,《财务数量与分析学刊》1989年第14卷,第4期,第678页。转引自沈艺峰:《资本结构理论史》,经济科学出版社1999年版,第232页。

的剩余损失,可以通过发行可赎回债券解决。霍肯和西贝特关于通过财务契约设计来解决代理问题的想法,引起学术界的少数人的异议。纳拉亚南(1987)认为,“任何类型的财务契约如为解决代理问题,其执行概率必须一定要唯一,但可转换债券和股票期权都不满足这一条件。而可赎回债券的价值取决于所依附债券价值减值,不足以应付融资的需要,而且当企业的价值都被低估时,可赎回权利的价值也就不可能永远为正的”。^①

现代企业经营的不确定性和代理关系的复杂性,决定了借贷各方存在着利益、风险不均衡和信息不对称性,因此在借贷契约的订立、监督和执行过程中,客观上需要建立一系列沟通、协调代理关系的管理机制,以尽量减少借贷双方的利益摩擦和矛盾。罗斯(Ross, 1973)认为,“高效率的契约应是委托人和代理人共担风险,利用一切可以利用信息”,能够激励或诱使代理人选择委托人希望的行动。加莱和赫尔维格(1985)在《激励相容债务契约》一文中指出:“假如,也只有假如企业无法完整地偿还贷款时,状况才可以得到观察,这时最优契约变成标准债务契约”。他认为,一个最优的激励相容的债务契约就是标准的债务契约,这里的标准债务契约是指企业具有偿债能力时要求其支付某一固定款项的契约,如果无法支付这项贷款,企业就必须宣告破产。因此,债务契约的基本要求就是企业家必须向债权人或投资者如实披露企业的状况,如果企业家不说真话,他将受到惩罚。史密斯和华纳(1979)分析美国同业交易基金会编写的债务限制条款概览的《契约评述》上的所有条款,从中找出财务契约上的各种债券限制条款是如何制订以及怎样用于控制债权人与股东之间的冲突。资本

^① 纳拉亚南:《通过复杂财务工具解决代理问题:一项评论》,《财务学刊》1987年第42卷,第4期,第1083页。转引自沈艺峰:《融资结构理论史》,经济科学出版社1999年版,第237页。

市场参与者理性地知道这些冲突,因此债券投资者会支付较低的价格,以反映他们对股东行为的重新估价。斯密斯和華納對經美國證券交易與管理委員會註冊的 87 種在 1974 ~ 1975 年之間公開發行債券訂立的限制性條款進行實證分析,他們把限制條款分為四類:限制生產或投資條款、限制股利支付條款、限制融資條款和約束條款,並將這些條款與《契約評述》的標準條款進行比較。結果發現,雖然簽訂債券限制條款的成本很低,但遵守這些條款的直接或間接成本卻相當高。其中,限制生產或投資條款實際並沒有對股東行為有任何作用,不但難以確定生產或投資的狀況是否最優,而且監督成本太高,所以,這類條款往往是無效的。相對而言,限制股利支付和限制融資條款比較容易掌握,監督成本也較低。從企業的角度,在契約里加入限制性條款是一種“持續性”現象,所以,可以很合理地假設它們是有效的,才会有存在的可能。因此,“只要企業融資結構中包括風險債務,企業所有者便能容忍各種精心設計的契約和條款的存在,說明他們意圖減少代理成本的強烈經濟動機”。^① 債權人對債務人採取各種約束方式,一方面降低了道德風險;另一方面也增加了代理成本。如監督債務人行為而支付的監督費用、信息投資成本等,這些費用一般是通過提高借款利率體現在會計賬目上的。監督雖然可以提供更多有關債務人行為選擇的信息,但也要同時注意效率性。由此可見,財務契約不可能解決所有代理問題,這就需要其他的公司治理機制來解決。

2.5 本章小結

融資結構理論中的委託代理理論認為,企業內各經濟主體之

^① 斯密斯、華納:《論財務七月:債務契約分析》,《財務經濟學刊》1979 年第 7 卷,第 2 期,第 175 頁。轉引自沈芝峰:《融資結構理論史》,經濟科學出版社 1999 年版,第 227 ~ 230 頁。

间的契约关系是一种委托代理关系,其特点在于委托人和代理人两者的行为目标的不一致性。为确保代理人的行为不偏离委托人的目的或不损害委托人的利益,委托人就要采取一定的措施来对代理人进行控制,因而发生代理成本。代理成本包括为设计、监督和约束利益冲突的委托人和代理人之间的一组契约所必须付出的成本,加上执行契约所付出的损失。公司治理的目的就是要降低这些代理成本。

企业融资中的委托代理关系主要表现为股东与经营者或股东与外部债权人之间的委托代理关系。股东与经营者之间的利益冲突根本原因在于管理者不是企业的完全所有者。当股东目标与经营者目标不一致时,经营者有时会做出使自身得利而使股东利益受损的决策,引发股东与企业经营者之间利益冲突或经营管理者道德风险行为。这主要表现为:经营者的开小差和经营者的额外消费,经营者厌恶风险而导致投资不足,为增加可控自由现金流量,从事规模扩张投资,而减少股利分配。公司治理内外部的治理机制可以缓解这些冲突,包括董事会、债权人、大股东,还有来自内外的竞争团队等,他们通过签订合约和激励、监督机制的设计,来保证经营者的行为与股东的利益相一致。

从融资结构的角度讲,在企业对外融资额一定的情况下,降低股权融资,提高负债融资的比重,利用债务合约对企业硬的约束,通常被认为是降低股权融资代理成本的有效措施。债权人对债务人采取各种约束方式,一方面降低了经营者的道德风险;另一方面也可能导致股东与债权人之间的利益冲突。负债融资引起的股东道德风险行为主要表现为:股东有可能将本属于外部债权人的权益通过一定的方式转移到自己手中;或因过度举债有可能放弃有利的投资项目,发生投资不足。因为债权人是理性的,所有这些成本最终均由企业股东负担。因此,从股东的角度出发,股东在利用负债进行融资时,有必要考虑采取一定的措施,来避免股东与债权

人利益的冲突,最大限度地降低代理成本。

不同融资方式的组合关系形成不同的企业融资结构,而在不同的融资结构安排下,又表现为投资者与经营者之间的一种契约安排。在企业融资结构设置中,一个非常重要的问题是要分析和确定企业进行融资时,什么样的融资结构或契约安排能够最大化地降低股东与经营者、股东与债权人的矛盾或冲突。财务契约是解决代理问题的低成本工具:(1)由于过多的非货币收益消费引起的代理问题,可以通过可转换债券或包括内部人权益的股票期权在内的契约设计来解决;(2)由于股东不愿意承担风险的动机所引起的代理问题,可以通过发行可转换债券解决;(3)由于信息在内部人和市场之间的不对称分布所引起的剩余损失,可以通过发行可赎回债券解决。债权人对债务人采取各种约束方式,一方面降低了道德风险;另一方面也增加了代理成本。如监督债务人行为而支付的监督费用、信息投资成本等,这些费用一般是通过提高借款利率体现在会计账目上的。监督虽然可以提供更多有关债务人行为选择的信息,但也要同时注意效率性。财务契约不能解决所有融资结构中的代理成本,还需要其他公司治理机制来帮助解决。

第三章

融资结构理论与模式的比较

融资结构研究的是储蓄转化为投资的渠道问题,即储蓄转化投资的渠道是内源融资还是外源融资,以及外源融资与内源融资的比例及其地位关系的问题,而融资方式则是企业进行内源融资与外源融资,获取资金的具体方式,即企业是通过直接融资还是通过间接融资获取资金。任何企业融资结构和融资方式的选择都是在一定的市场环境背景下进行的。在特定的经济和金融市场中,单个企业选择的具体融资方式可能不同,但是大多数企业融资方式的选择却具有某种共性,即经常以某种融资方式为主,这就是企业融资的模式问题。由于发展中国家与发达国家市场化程度不同特别是经济证券化程度不同,加上不同类型国家的公司法、商法对外部投资者、特别是小投资者的保护程度有所差异,从而在不同国家形成了各异的融资模式和所有权结构,进而产生不同的公司治理模式,而不同的公司治理模式又对企业行为和业绩产生不同影响,最终影响到一国的经济增长。

在对融资结构与公司治理的关系这一本书中心论题进行实证研究之前,有必要对现代企业融资结构理论和融资模式的特征进行研究与评价,以便为后面基于融资结构的公司治理实证研究这一命题奠定理论基础。

3.1 融资结构理论的简要回顾与评价

现代企业的融资结构的所有理论都试图回答:企业能否通过负债代替股本来增加公司的价值?如果能,如何确定最佳的债务比例?为此,一些经济学家们,如:Modigliani & Miller(1958, 1963)从税收方面, Jensen & Meckling(1976)从代理学说方面, Myers & Majluf(1984)从信息不对称方面, Harris & Raviv(1988)从企业控制权理论方面都分别进行了研究。

3.1.1 融资结构理论中的 MM 定理

融资结构理论的开拓者是美国经济学家米勒和莫迪利安尼(Miller, M. H. and Modigliani, F., 以下简称 MM), 他们在 1958 年和 1963 年发表的两篇文章中分别提出的无税 MM 定理和含税 MM 定理, 构成了现代融资结构理论的核心内容。^①

3.1.1.1 无公司所得税和个人所得税的 MM 定理

无税 MM 定理假设不存在破产风险和对利息交付税收补贴时, 企业的市场价值与融资结构无关, 也就是风险相同但融资结构不同的企业, 其总价值是相等的。它包括两个命题:

命题 1: 公司的价值取决于未来净经营收益的资本化程度, 资本化的利率与公司风险类别是一致的, 即不管公司有无负债, 公司的价值取决于预期息税前盈利和适用于其风险等级的报酬率。

命题 2: 负债经营公司的权益资本成本等于无负债公司的权益资本成本加上风险报酬。风险报酬的多少取决于公司负债的

^① Modigliani, F. & Miller, M., "The cost of capital, Corporation finance, and the theory of investment." P. 261 ~ 297, American Economic Review, vol. 48 (1958) 和 Modigliani, F. & Miller, M., "Corporate income taxes and the cost of capital: A correction." P. 433, American Economic Review, vol. 53 (1963).

程度。

由此可见,在不考虑税收时,MM 融资结构理论认为,在有效的证券市场上,由于市场套利过程的存在,理性的投资者能够实现个人债务杠杆与企业债务杠杆之间的替代,最终公司市场价值和投资者收益是不变的。MM 定理的最大缺陷在于把市场看成是完全有效的,这一假设明显与现实不符,从而受到了众多学者的批评。

3.1.1.2 含公司所得税的 MM 定理

1963 年,MM 将所得税引入融资结构理论,他们发现在考虑企业所得税的情况下,由于利息可以抵税,企业价值会随着负债比率的提高而增加。考虑所得税后,MM 提出了以下两个命题:

命题 1:无负债公司价值等于公司所得税后经营收益除以公司权益资本成本。同时,有负债公司的价值等于同类风险的无负债公司的价值加上税负节约额的价值。

命题 2:负债企业的权益资本成本等于同类风险的非负债企业权益资本成本加上风险报酬,风险报酬取决于公司的融资结构和所得税税率。

3.1.1.3 含公司所得税和个人所得税的 MM 定理

1977 年,米勒提出把企业所得税和个人所得税都包括在内的模型,用此模型可以解释现实的融资结构,来估计负债对企业价值的影响。

假设 T_c 、 T_s 、 T_d 分别代表企业所得税税率、个人股票所得税税率和债券所得税税率。 D 为企业负债价值。同时考虑所得税和个人所得税时 MM 理论的模型为:

$$V_L = V_U [1 - (1 - T_c)(1 - T_s)/(1 - T_d)] D$$

在该模型下,有负债公司的价值等于无负债公司价值再加上负债所带来的节税利益,而节税利益的多少根据 T_c 、 T_s 和 T_d 而

定:当 $T_c = T_s = T_d = 0$ 时, $V_L = V_U$, 这与 MM 无公司税模型相同;当 $T_s = T_d$ 时, $V_L = V_U + T_c \times B$, 即与 MM 公司税模型相同;如果 $(1 - T_c)(1 - T_s) = (1 - T_d)$, 那么括号内的项目等于零, 这意味着税负节余也为零。也就是说, 企业负债减税的好处正好被个人所得税所抵销。

从某种意义上说, 米勒与莫迪格利尼的结论尽管是在完全市场条件下建立起来的模型, 但它为分析研究有关问题提供了一个有用的起点和框架。虽然 MM 定理不能解决实际财务问题, 但它为推动融资结构理论的发展奠定了坚实的理论基础。在此之前有关融资结构理论的研究基本上只是对事实的简单陈述, 缺少内在分析的成分。在 20 世纪 50 年代, 财务理论的根本性变化才开始发生, 这一转变意义重大。巴塔恰亚指出:“MM 对于方法上的创新在以后的期权定价、股票市场的有限最优以及公共财政和宏观经济学的应用上随处可见……今天, 几乎渗透到财务学的所有方面”。^①

3.1.2 融资结构与代理成本

20 世纪 60 年代末, 理论界对 MM 的批判不再是定理本身的逻辑推导过程的技术方面, 而是深入到定理假设条件上, 按当时财务学界的流行说法, “企业利润的课税制度和破产惩罚的存在”是融资结构的两个最主要的诱因。^② 以斯蒂格利茨、巴隆、巴科特、华纳和阿特曼等人为代表, 开始研究破产成本对融资结构的影响, 形成了所谓“破产成本主义”。在此基础上, 斯科特、罗比切克、梅耶斯、考斯等人提出了权衡理论, 主张企业最优融资结构在于权衡

① 沈艺峰:《融资结构理论史》, 经济科学出版社 1999 年版, 第 53 ~ 54 页。

② 孝斯、李真伯格:《最优财务杠杆的状态偏好模型》, 《财务学刊》1973 年第 28 卷, 第 4 期, 第 911 页。转引自沈艺峰:《融资结构理论史》, 经济科学出版社 1999 年版, 第 57 页。

债务与非债务的税收利益与破产成本之间的关系。

从逻辑结构上说,代理成本学说与破产成本学说一脉相承,詹森和麦克林(Jensen & Meckling, 1976)分析和解释了信息不对称条件下与融资结构相关的两类代理成本问题:由于委托代理关系,公司运营中存在股东与经营者之间的利益冲突和债权人与股东之间的冲突。股东与经营者利益冲突导致的代理成本界定为“外部股权的代理成本”,而把债权人与股东利益冲突以及与债券相伴的破产成本等界定为“债权的代理成本”。在同时考虑股权融资和债权融资代理成本的情况下,理想的债务股权比率是在负债的边际成本刚好抵销边际收益这一点上,即由于杠杆作用的增加而获得的税收收益,与由高税收收益带来的代理成本和破产成本的均衡。

詹森和麦克林(1976)认为,企业融资结构的设置不仅应考虑企业外部债权和股权的代理问题,还要考虑所有权结构,即研究外部债权、外部股权、内部管理者股权之间的比例关系对企业价值的影响。假设公司规模已定,即:

S_i :内部股权(管理者持有的);

S_0 :外部股权(企业外部任何人持有的);

B :债务(公司外部任何人持有的)。

则全部股权的市场价值: $S = S_i + S_0$;企业价值: $V = S + B$ 。

假设代理成本为零时企业价值等于 V^* 。如果外部融资总量保持不变,如果资本市场是有效的,债券和外部股票等证券价格能充分反映代理关系引起的监督成本;如果发行债券或股票的股东承担这些代理成本,那么,在内部股权水平一定的条件下,以外部股权形式融资的最优比率 $E^* \equiv S_0 / (B + S_0)$,在这一融资结构下,能使代理成本最小。假设用 $A_{S_0}(E)$ 代表股东进行外部股票融资时而产生的代理成本, $A_B(E)$ 代表融资结构中由债务而产生的代理成本,则全部代理成本 $A_T(E) = A_{S_0}(E) + A_B(E)$ 。图 3-1 描述

了在外部融资部分最优即 E^* 时最小的总代理成本 ,在这一点上 ,股权的边际代理成本等于债务的边际代理成本。

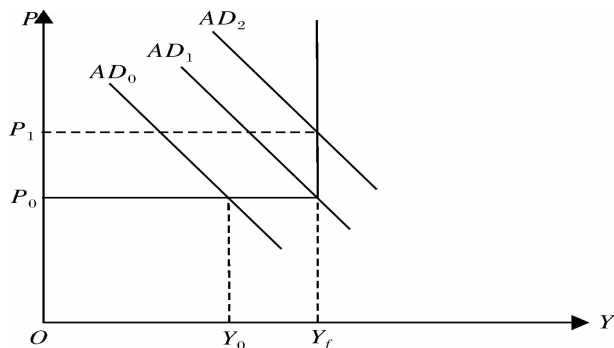


图 3-1 给定企业规模和外部融资数量条件下的企业总代理成本

资料来源 : M. Jensen , W. Meckling. Theory of the Firm : Managerial Behavior , Agency Costs and Ownership Structure. Journal of Financial Economics. 1976 , (3) 305。

与一般企业理论中委托代理理论的分析不同 ,在企业融资代理理论中 ,由企业融资所导致的企业利益相关主体之间的利益冲突的发生和调整 ,主要是通过资本市场来进行的 ,而且 ,资本市场被假定是有效的。由于有效资本市场的存在 ,企业融资中委托代理关系存在可能导致的代理成本将全部由代理人负担。正因为如此 ,企业融资中 ,降低企业融资代理成本的激励一般存在于代理人方 ,激励相容的融资契约是由代理人设计的。理解企业融资代理理论与一般企业代理理论的这种区别是非常重要的 ,它是理解企业融资与公司治理关联的基础。

3.1.3 融资结构与信息不对称理论

以不对称信息为中心的融资结构理论的代表人物罗斯 (Ross , 1977) 在《财务结构的确定 : 激励和信号方法》一文中指出 ,在信息不对称的情况下 ,假定企业经理人对企业投资的未来收益和风险有内部信息而投资者没有 ,但投资者知晓对经理人的激励制度。

因此,投资者只能借助理人输送出来的信息间接地评价企业市场价值。企业负债率或融资结构就是一种内部信息,管理者通过改变融资结构来传达企业盈利信息及风险信息,从而影响市场对企业的估价。增加负债的信息会使投资者倾向相信公司具备良好的经营状况,表明经理人对企业未来收益有较高期望,传递着其对企业的信心。同时,为了使债务融资机制成为正确的信号传递,罗斯对破产企业的经营者加上了惩罚约束,从而使企业债务融资比率变成可靠的信息。利兰和派尔(Leland, H. & D. Pyle, 1977)在《信息不对称、财务结构和金融中介》论文中,提出了在存在不对称信息的情况下,为了使投资项目顺利进行,借贷双方就必须交流信息。这种交流可以通过信号的传递来进行。通常,市场上的投资者认为项目的质量是经理拥有股份的函数,经理拥有股份越高,预示着投资项目的价值越高。不仅如此,企业举债越高,经理持股比例越高,预示着企业的质量就越好,因为经理大多数都是风险规避者,只有投资项目的真实收益大于其承担的风险,他们才会进行投资。因此,举债融资给市场传递的信号一般是一个“好消息”。

梅耶斯和麦基里夫(Myers & Majluf, 1984)共同发表的《企业知道投资者所不知道信息时的融资和投资决策》论文,在罗斯理论的基础上,进一步考察了不对称信息对企业投资活动及融资方式的影响。按他们的优序理论,企业首先会在内部融资,或者如果他们不得不在外部融资的话,只有在股票价格被高估的情况下公司才会发行股票来融资。投资者明白这些动机,并且意识到经营者要比他们自己对公司的前景更加了解,因此投资者总是认为新股发行是“利空”的消息(公司经理认为其公司的股价被高估了的信号)。

纳拉亚南(Narayanan, 1988)在《信息不对称下的债务与股权之比》一文中,提出在信息不对称的世界里,外部人比内部人更少知道企业的质量,他们只能以平均质量来对企业进行评估。所以

质量好、有盈利的企业会想方设法把质量差、无利润的企业最终挤出市场,质量差的企业的剔除将增加市场上的其他企业的平均质量,这对仍留在市场上的企业有好处。他解释说当企业所有证券都被低估时,企业肯定会偏向于无风险债务融资,因为无风险债务是不会被低估的。而当存在风险债务时,情况就较为复杂,这时所有的债务和股权存在被低估的可能性,企业并不清楚哪一种融资更为有利,这与存在所得税无关。显然,这种说法与MM关于融资结构的解释不同,也与梅耶斯和麦基里夫观点不同,他认为所有的投资对投资者来说都面临风险,企业不会放弃任何有利可图的投资机会,企业考虑更多的是如何使市场低估企业的价值,为此,企业甚至会投资于净现值为负的项目。和纳拉亚南一样,对梅耶斯的优序融资理论持怀疑态度的付兰尼、高斯瓦弥等人批评梅耶斯等的研究忽略了不对称信息对企业风险债务到期期限偏好的影响。诺和里罗则认为,如果债权人与债务人的信息是对称性的,财务决策仅仅是如何协调股东和管理层的利益冲突。而在信息不对称情况下,企业财务决策对各自掌握不同私有信息的股东和管理层来说就具有相反的意义。股东偏好债务融资,管理层不喜欢债务融资,这就造成在融资问题上出现逆向选择成本,为避免逆向选择成本,在信息不对称下,股东和管理层会相互让步,最后形成企业既依靠债务融资也依靠股权融资的结果。尽管这些学者对梅耶斯的优序理论提出质疑,但至今为止,学术界还没有能够得到统一的实证验证结果。^①

3.1.4 融资结构与企业控制权理论

20世纪80年代,随着企业兼并与接管活动的活跃,人们发现

^① 参见诺和里罗:《信息不对称、管理机会主义者、融资和股利支付》,《财务学刊》1996年第51卷,第3期,第637页。转引自刘淑莲:《企业融资方式、结构与机制》,中国财政经济出版社2002年版,第97页。

资本交易不仅会引起剩余收益的分配问题,而且还会引起剩余控制权的分配问题。哈里斯和雷维(Harris & Raviv,1988)以及阿洪和博尔顿(Aghion & Bolton,1992)分别从财务及控制权的角度揭示了为什么股票和债券会成为最重要的融资工具。

根据控制权理论,资本交易不仅会引起剩余收益的分配问题,还会引起剩余控制权的配置问题。内源融资不会对企业现有控制权产生任何影响,股权融资把公司的财产控制权配置给股东,但是信息不对称和“搭便车”行为使得股东的控制力受到限制,银行借款会加大银行对公司的控制力,使公司对银行的依赖性增强,发行债券融资存在着偿还约束,但是债权人只在企业无法偿还债务时才行使控制权,这使管理者在经营中对企业的控制权增加,于是,企业在有条件的情况下,会更倾向于发行公司债券。哈里斯和雷维(1988)在《公司控制权之争与融资结构》一文中,特别关注企业在职经理通过改变自己所持有股票的比例,操纵或影响股权收购的能力。从某种意义上说,在职经理与潜在股权收购者(竞争对手)之间的控制权之争取决于其拥有股权的多少。由于个人财富有限,借贷能力又受到限制,这就使在职经理要想在接管活动中或在大型企业中控制大部分的股权相当困难。因此,在其他因素一定的情况下,企业融资结构中债务或者诸如优先股和认股权证这类没有投票权的融资工具越多,那么,在职经理的控制权就越大。由于经理的股份是由企业的融资结构间接决定的,因此这种控制权之争也成为一种融资结构理论。

对企业融资控制权理论进行研究的另两位代表人物是阿洪和博尔顿(Aghion & Bolton,1992),他们认为,债务融资与股票融资不仅收益索取权不同,而且控制权安排也不相同。通常债务融资契约是和破产机制相联系,而股票融资契约是与在保持清偿能力下的企业经营控制权相联系。对于债务融资而言,如果企业经营者能按期还本付息,则经营者就拥有企业控制权,如果企业经营亏

损或到期不能还本付息,那么控制权就由经营者转移给债权人,债权人可以行使控制权接管企业。如果企业融资是采用普通股融资,则股东就拥有企业的控制权。从本质上讲,企业融资方式的选择在很大程度上影响着企业控制权的变化。最优的资本结构应保证在任何情况下社会总收益最大化,外部投资者的货币收益和企业家的货币收益与非货币收益最大化。^①

3.1.5 融资结构与融资时机假说

企业融资结构研究一直忽视资本市场供给条件对企业融资选择的影响(Titman 2001),而在企业融资实践中,资本市场融资条件变化显著影响企业融资选择。一方面,资产定价领域对资本市场有效性假说的重新实证和质疑,产生了行为金融学,表明股票市场并非理性,往往给股票错误定价;另一方面,对首次公开发行(IPO)和增发新股(SEO)总规模随股票市场周期变化的事实,以及首次公开发行和增发新股大量的事件研究和长期业绩实证研究结果表明,随着股票市场价格水平高低变化,企业存在最佳融资时机或融资机会窗口(window of opportunity)。大部分公司都选择在其股票有大幅度上涨之后实施增发,而且公司一般选择在股票市场整体上涨阶段实施增发。股票被低估的公司倾向于延迟增发股票,直到股价上涨到合理的水平。增发的公司在股票市场行情上涨时遭受到的负面反应比市场行情下跌时要小。为此,公司财务学术界提出了企业融资时机假说(market timing hypothesis),行为公司财务随之兴起。行为公司财务关注资本市场条件对企业融资决策的影响,认为企业与资本市场之间实际上是在博弈,公司管理

^① 阿洪·波尔顿:《融资契约中一个契约的不完全性》,《经济研究评论》第59期,第473~494页。转引自郭树华:《企业融资结构理论研究》,中国社会科学出版社1999年版,第38页。

层更为理性,更善于利用股票市场价格水平的变化选择融资时机、回购和并购策略。

融资时机假说进一步得到实证支持,格瑞汉姆和哈维(Graham & Harvey 2001)对300多家美国公司管理层的问卷调查结果表明,2/3的企业财务主管认为“股票市场对公司股票价格的高估是融资行为的重要考虑因素”。此外,施莱弗和维施尼(Shleifer & Vishnyh 2001)研究了股票市场估价水平变化对公司兼并收购行为的影响,他们的理论模型表明,美国公司20世纪60~70年代不相关多元化并购、80年代以现金为主扭转多元化的杠杆并购和90年代后期相关企业的换股并购都是由股票市场对企业价值错误估价驱动的。贝克和瓦格勒(Baker & Wrugler 2002)的实证研究表明,股票市场时机对企业融资结构具有显著和持久的影响。公司往往在股票市场高估其价值时发行股票,低估时回购股票。^①

从以上的分析可以看出,尽管各流派对融资的观察角度不同,但对于负债的认识在一定程度上是一致的。即认为,债务有抵税、激励、降低代理成本和传递积极信号的好处。因此,企业融资的顺序为,内源融资>债权融资>股权融资。

3.2 美、日、德融资模式的比较

在研究企业的融资结构时,大多数经济学家是以融资体系、融资方式为特征,将发达市场经济国家的企业融资模式分为两大类:一类称为市场导向型融资(market-oriented financing)模式,以英国、美国为代表;另一类称为银行导向型融资(bank-oriented

^① 吴晓求等:《中国上市公司资本结构与公司治理》,中国人民大学出版社2003年版,第33页。

financing)模式,以日本、德国为代表。由于在外部融资中,英美企业主要通过资本市场进行证券融资,而日德企业主要是通过银行中介进行融资,因此,人们一般称英美为直接融资模式,日德为间接融资模式。两种不同融资导向的共同点是内部融资占主要地位或渐趋于主要地位,在外部融资中又以债务融资为主,所不同的是市场导向型企业以发行公司债券为主,而银行导向型企业以银行信贷为主。与企业的融资模式相对应的形成两种比较有代表性的公司治理模式:以英美为代表的市场主导型模式和日本、德国实行的银行主导型模式。本节通过比较分析美、日、德三国企业融资模式与融资结构的特征,揭示在不同所有制及股权结构下的融资结构差别,为中国企业融资方式的选择和公司治理的提高提供有益的借鉴。

哈佛大学的高登·唐纳森(Gordon Donaldson, 1960)教授对企业筹资方式这一问题的调查发现,美国企业融资基本上遵循了“优序融资理论”,反映在融资结构上,内部融资占据主导地位,其次是债务,最后是发行新股。^①从20世纪80年代起,美国企业股票融资比率下降很快,股份回购现象比较明显,在一些企业和金融部门,股票融资甚至出现负增长(见图3-2)。该折线图展现了内部融资、债务融资、外部权益融资在融资总额中所占的比重。^②

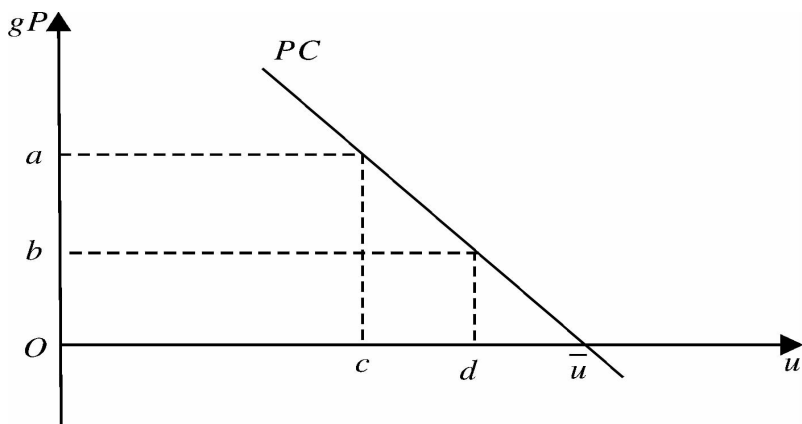
梅耶斯和马基卢夫(Myers S. C. & N. Majluf, 1984)在分析

图3-2 1979~1995年美国非金融公司融资策略(%)

资料来源:Eugene Brigham, Louis C. Gapenski. Financial Management: Theory and Practice. Seventh Edition. The Dryden Press. 1997: 566.

① See Eugene F. Brigham & Louis C. Gapenski, "Financial Management: Theory and Practice," Seventh Edition, The Dryden Press, 1997, p. 566.

② 内部融资主要源自内部自然形成的现金流,它等于净利润加上折旧减去股利。外部融资是公司新发行的负债及权益扣除赎回部分的净额。融资优序策略之首当是利用内部形成的现金流,最后方式是选择发行新的权益资本。



美国企业融资结构时指出,在留存收益和发行新股这两种融资方式中,虽然都属于股权资金,但对这两者的选择却位于融资顺序两端。作为内部融资的留存收益是最优的融资方式,而作为外部融资发行新股却是融资中最后的一种备选方式。在分析这一现象产生的原因时,他们认为是市场参加者(投资者和经营者)信息不对称性引起这一融资择优顺序。^①

美国企业融资结构的特点是由美国的经济体制和融资体制所决定的。美国的经济体制是备受西方国家推崇的自由资本主义市场经济体制,一方面存在着以个人财产为基础的产权制度,另一方面存在着控制财产的竞争机制,在这种体制下,企业会经常面临“敌意接管”的市场约束,为此,企业融资结构需保持较高的内部融资。而在外部融资中,美国企业又以证券融资为主,银行信贷所占份额比较少。这与美国发达的证券市场有关。早在19世纪后期,美国的证券市场就已经基本形成,企业可以通过股票市场为自

^① Myers S. C. & N. Majluf:1984, “Corporate Financing and Investment Decision When Firms Have Information That Investors do not Have”, 1984, P. 187, Journal of Financial Economics 13. 转引自付元略:《企业资本结构优化理论研究》,东北财经大学出版社1999年版,第98页。

己的业务大量融通资金。与此不同的是,美国商业银行虽然数量众多,但银行信贷只能经营短期贷款。特别是在1933年,美国制定了格拉斯—斯蒂格尔法案(Glass—steagall Act),规定商业银行和投资银行业务必须分离,禁止商业银行持有企业股票与从事股票买卖。根据法律规定,商业银行只能经营短期贷款,不能经营长期贷款。在这种条件下,企业所需要的外部长期资本只能依靠证券市场直接融资,不能通过银行中介间接融资,由此也促进了美国证券市场的发展。由于所得税、不对称信息等各种因素的影响,公司债成为美国证券市场占主导地位的融资工具,美国企业外部融资有2/3是通过发行公司债取得的,相应的股票发行额只占企业长期债务总额的1/3左右。

日本作为后起的工业化国家,由于其证券市场不如欧美国家发达,决定了其融资方式主要是以银行信贷间接融资为主,直接融资(债券和股票)比例比较小。特别是从第二次世界大战后经济恢复时期到高速增长时期,企业对银行贷款的依赖程度不断提高。日本著名经济学家铃木淑夫把日本高速增长时期金融结构的特征概括为三点:一是间接金融优势,即通过银行等金融机构间接供给资金比重较大;二是超借,即企业法人在融资中对银行贷款的依存度较高;三是超贷,即民间银行经常处于“超信用”状态(贷款和有价证券投资超过了存款和资本金),其不足资金主要依靠向日本中央银行借款。^①1957~1974年间,在日本主要企业的融资结构中,内部融资比重仅为25.5%~37.7%,银行借款比重约占40%,股票债券融资比重则分别为3.2%~12%和5.1%~8.5%。到20世纪70年代后期,日本企业融资方式从以银行融资为中心转向以

^① 铃木淑夫:《日本的金融制度》,中国金融出版社1987年中文版,第23~25页。转引自方晓霞:《中国企业融资:制度变迁与行为分析》,北京大学出版社1999年版,第92页。

证券融资、间接融资和内部融资三种方式并重。到 20 世纪 80 年代 ,随着日本政府对金融市场管制的放松 ,日本证券市场特别是债券市场得到了长足的发展 ,企业的资金状况和融资模式也发生了变化。一方面主银行的重要性已大大下降 ,出现了企业“脱离银行”、“企业选择银行”的现象 ;另一方面随着日本企业获利能力的不断增强 ,企业自我积累能力大大提高 ,内部融资在企业融资结构中所占的份额越来越大。在 1985 ~ 1988 年间 ,主要日本企业借款比重仅为 3.2% ,股票和债券融资比重为 28.7% ,内部融资比重高达 59.5%。^①

与美国企业融资方式不同的是 ,日本企业的融资特点通常与政府主导型市场经济体制、证券市场不够发达相联系。日本为了迅速实现工业化 ,在第二次世界大战后金融体制中实行严格的业务领域限制 ,即银行长期业务与短期业务相分离、银行业务与证券业务相分离、银行业务与信托业务相分离。金融制度上的这些限制对于维护信用秩序、保证资金合理分配、减少盲目竞争、促进经济恢复和发展起了极为重要的作用。同时日本的商业银行积极参与战后企业重组 ,形成了独具特色的主银行制度和法人相互持股制度。在这一时期 ,日本的证券业发展缓慢且居于次要地位 ,这种状况一直持续到战后经济高速增长时期。

德国的融资体制与日本相似 ,也是以间接融资为主 ,统一前的德国 ,联邦金融体系具有支配地位。德国与日本的最主要区别是德国企业中内部融资比重比较大。在 1970 ~ 1984 年间 ,德国企业内部资金占全部资金来源的 76% 左右。目前 ,德国中型以上企业内部融资占全部资本的 25% ,大型企业占 40% 左右。在外部融资

^① 日本银行 :《主要企业经营分析》。转引自李向阳 :《美日德企业资本结构的比较》,《世界经济》1995 年第 2 期。

中又以银行信贷融资为主。^①

德国 19 世纪后期才开始进行产业革命,由于当时投资不活跃,资本市场发展缓慢,企业所需要的经营资金主要依靠商业银行提供。此时的商业银行既为企业提供创业资本,又为企业发行股票和债券筹措资金,从而形成了企业与银行相互依赖、相互依存的关系。第二次世界大战后,由于金融危机的爆发,商业银行曾被迫购买企业大量股票以抵偿银行贷款,这使得银行同企业的关系得到了进一步的加强。与其他国家实行“专业银行制度”不同的是,德国实行的是“全能银行”(universal banks)制度,或称综合化银行制度。德国法律允许商业银行超越银行储蓄、信贷、汇兑和结算等业务范围,从事证券市场等所有融资活动,即商业银行可以从事各种金融业务,包括提供短期商业性周转贷款、中长期固定资产贷款、证券投资与信托等业务。由于商业银行可利用信用为企业创立承购股票,办理证券发行承销业务,因此,德国证券市场发展空间非常小,银行以“全能”的形式对企业起支配作用。德国银行业务的全能化,使银行投资于证券的资金占流通总额的 $\frac{2}{5}$, 银行长期贷款占企业外部融资的 60%, 这无疑加强了银行对企业的渗透和控制,既加速了企业的集中和合并,也促进了经济的发展。^② 与此形成鲜明对比的是德国的资本市场不够发达,产权制度约束较弱。一方面是全能银行的存在,使企业较易从银行取得资金;另一方面证券市场融资成本较高,且需要公开企业的财务状况;再加上税收等问题,因此德国企业更愿意利用银行信贷资金。

不同的融资模式形成了不同的股权结构。美国经济的主体是

^① 参阅张昌彩:《中国融资方式研究》,中国财政经济出版社 1999 年版,第 120 页。

^② 参阅方晓霞:《中国企业融资:制度变迁与行为分析》,北京大学出版社 1999 年版,第 98 页。

私有经济,个人财产明晰是其经济运行的基础,这种以广泛而分散的个人财产关系为基础而建立的高度分散的股权结构是美国企业股权结构最基本的特征,也使美国企业,特别是上市公司的所有权与经营权分离以及经营者控制企业的特征十分典型。因此,在美国,一般是通过资本市场,特别是股票市场对企业经营者进行约束,使得美国的证券市场活动异常活跃。频繁的股票交易导致企业接管与兼并事件频频发生。

以银行导向型融资为特征的日本企业,在股权结构上的特点主要表现在两个方面:一是个人持股比例低,金融机构持股比例比较高;二是企业法人交叉持股,使内部成员形成联系紧密的企业集团。尽管相当多企业集团是由过去财阀集团下的企业重新组成的,但它不再是由财阀家族进行控制,而是由相互参股的集团成员的总经理来控制 and 协调企业的经营。日本主银行制和稳定的法人持股所形成的股权结构,对日本的公司治理及其运作效率产生了重要的影响。一方面,法人相互持股强化了经营者对企业的自主控制权;另一方面,主银行可通过债权和股权双重身份对经营者实行监督和控制。在这种治理模式下,日本股票市场上的兼并活动相对美国来说少得多,日本兼并活动进入 20 世纪 60 年代后虽有所增加,但主要发生在中小企业之间或大型企业与中小企业之间,而且较少采用公开购买股票的方式。

银行融资导向的德国企业,全能银行在公司治理中具有十分重要的作用。在股权结构上,法人持股特别是银行持股比重大。银行作为一个“资本所有者阶层”具有很大的有效投票权,因而可以对企业的经营决策施加影响,对经理人员实施监督与控制。同美国企业不同的是,德国企业股权较为集中,股权资本流动性较低,股票市场对企业经理层的监管力度较低,敌意接管事件相对比较少。

在不同融资模式下融资结构的特点如表 3-1 所示。

表 3-1

融资导向与融资结构比较

项 目	银行导向型	市场导向型
资本市场发展水平	低	高
银行持有金融资产占全部资产比重相对于其他金融机构	大	小
融资结构		
内部融资	低	高
负债/股东权益	高	低
债权人结构		
银行信贷/全部资产	高	低
债券融资重要性	低	高
贷款集中程度	高	低
贷款周转率	低	高
		(不包括英国)
股权结构		
股权集中程度	高	低
商业银行持股	高	低
企业内部持股	高	低
股份换手率	低	高

3.3 借鉴国外做法，调整我国企业融资方式

从上述两种融资模式的比较分析中,可以看出,它实际上也是两种不同融资结构与公司治理的选择。无论是英美市场导向型模式还是日德银行导向型模式,都可为我国融资方式、融资结构与公司治理提供理论依据和有益的借鉴。但与国外发达的市场经济相比,我国正处于计划经济向市场经济转轨的时期,市场机制还不完

善,企业的主体地位尚不稳定,况且企业的融资环境并不宽松,融资渠道与融资工具较为狭窄和单一,因此,这些理论与经验还不足以完全用于我国融资体制与治理机制的改革实践。事实上,企业融资问题是一个系统工程,不仅仅是融资方式、融资结构的选择与安排,还涉及经济体制、市场环境、企业制度等诸多方面的问题,现有的企业理论与实践还不能为人们提供一个完善的分析框架,还需要进行不断的探索,在这里,根据美、日、德企业融资模式及法人治理结构的特点,结合我国企业(主要指国有企业)的实际情况进行一些有益的探讨。

我国融资机制与融资方式的变革,是沿着两条主线推进的:一是从计划经济体制下财政拨款型融资向银行贷款型转化;二是从银行单一融资方式向市场经济体制下多元型融资方式转化。也可以说,企业融资机制经历了财政拨款型→银行贷款型→市场多元型的不同模式,其资金配置从纵向划拨、行政性流动向纵横交融、市场化流动发展。在融资机制的变革中,企业形成了以外部融资为主、内部融资为辅,以间接融资为主、直接融资为辅的融资格局。企业过度负债的融资结构是与产权的高度不明晰和法人治理结构的缺陷有密切联系的,这—是因为国有银行与国有企业都是国家所有,国有银行向国有企业的融资有“内源融资”的性质,国家为了维持国有企业,要求银行向企业融资,在产权不明晰和公司治理不完善的情况下,资金被无效率使用而没有很好的监督和控制;二是银行本身的产权不明晰加上国有银行的垄断经营,银行经营者没有动力监督企业,造成逆向选择和道德风险问题以及银行不良债权的大量存在。可见我国融资模式的改革,也是产权制度的变革。

我国政府实行的是一种渐进式推进的经济改革。因此,借鉴国外的做法,并考虑到我国的实际情况,笔者认为,调整融资结构应注意以下几个问题:

3.3.1 建立和完善企业内部融资机制

我国企业,特别是国有企业自我积累能力严重弱化,内部融资相当匮乏。这不仅与计划经济体制和融资机制有关,而且还与传统的国有产权制度、分配制度以及企业融资行为有关。因此,建立和完善企业内部融资机制主要包括:(1)确立法人财产权,明确界定国家和其他投资者向企业投资形成的财产最终所有权与法人财产权的产权边界。(2)规范企业融资行为,强化企业内部积累,主要是通过明晰的产权制度,加强对经济活动当事人行为进行约束,以便在一定程度上克服经营者道德风险行为的发生。(3)建立和规范内部资金补偿制度,主要包括完善所得税政策、健全企业资本金制度、完善企业的折旧制度以及放松对信用领域垄断的限制,适当鼓励一些有条件的企业创办附属金融组织。事实上,内部融资是企业生存、发展、壮大的基本源泉,是企业取得外部融资的基本保证,外部融资的规模和风险必须以内部融资的能力来衡量,很难想像一个单纯依赖外部资金的企业会健康发展。

3.3.2 调整 and 选择银企关系

目前,比较典型的银企融资关系大致有两种:保持距离型(keep arm's finance)和杠杆型(leverage finance)。保持距离型融资是指银企保持一定的距离,银行不介入企业的经营控制与监督,不干涉企业的内部治理。英美银企关系是典型的保持距离型融资关系,在该类型下的企业只能在一定的资产保证下,从银行获得周转性资金,而中长期资金只能靠其他方式来解决。与保持距离型不同,杠杆型是指银行不仅提供资本,而且以一定的形式和程度介入企业的监督与控制。银行通过选择介入的广度与深度,对企业进行事前、事中与事后监控,发现监控企业所选项目的潜在问题,保证银行与企业之间信息互动,解决可能出现的道德风险,从而确

保银行资金的安全性和收益性,并能在企业经营陷入困境时实施救助。采用这种模式的国家,一般来说资本市场并不发达,市场容量与接纳能力有限,不同规模企业获得资本市场融资的能力差异极大。激烈的竞争中只有极少数大企业可以进入证券市场成为上市公司,对绝大多数中小企业来说,公开上市进入证券市场是可望而不可即的,因而也不可能借助于资本市场来传递企业的相关信息,只能求助于间接融资渠道。日本的主办银行制和德国的全能银行制是杠杆型融资的典型代表。

在实践中,保持距离型与杠杆型及其相应的控制方式并不是泾渭分明的,从世界融资的发展趋势来看,保持距离型融资方式与杠杆型融资方式有相互融合的趋势。在美国和英国,一些保险公司、养老基金开始直接介入公司的监督运行并向其提供后续融资。而日本和德国也大大加速了证券市场的发展,银行和企业的关系开始向更为松散的融资形式发展。全球一体化的趋势使竞争在世界范围内展开,两种融资方式将在更深的层次上相互借鉴并相互融合。在日本,银行融资在整个融资结构中的比重有所下降,人们更多地注重企业内部融资和市场融资。也就是说,在日本整个社会的融资结构中,银行融资的比重在下降。银行主导制度慢慢走向市场导向,“这么一个过程像青木教授讲的那样,走的时间非常长,非常慢。也就是说,现在看来,市场融资体制和银行主导融资体制的替代并不像人们想像的那样简单,它的过程可能非常的慢(谢平 2003)”。中国也有这个情况,许多人主张采取类似日本主办银行制模式调整我国的银企关系,我国 1996 年实施的主办银行制试点的结果并没有达到预期效果。其原因并不在于这种融资关系本身有什么问题,而是新旧制度的交替跨度太大。前几年市场融资比重有所上升,尤其是 1999 年、2000 年和 2001 年,证券融资的比重上升到几乎 10%,现在又下去了。从增量上看,2002 年证券融资比重又回到 5%,这是渐进式的发展路径,不是某种外在制

度的推进就能够使它变化的。

笔者认为,现阶段实行保持距离型银企关系,充分利用银行的信息优势和人才优势对企业进行“相机条件”下的控制,“相机条件”意味着在企业经营较好的时候,银行只采取观察的态度,而当企业出现财务问题时,银行则较主动地参与公司治理,这是资本市场尚不发达的国家的一种现实选择。但这并不表明银行要参股企业,也就是说,按照日本模式,实行主办银行制并不是中国银企关系的最佳选择,特别是国有银行在尚未完成商业化改造之前,很难对国有企业真正实施监督和控制。

3.3.3 培育与发展资本市场

我国国有企业的资产负债率偏高是体制现象。因此,缓解企业资金困境的基本出路应是大力发展资本市场,充分利用资本市场机制促进社会闲置资金转向资本性资金。培育与发展资本市场的一项重要工作,就是按照效率的原则不断调整与完善企业在资本市场中的融资结构。这主要包括以下几个方面:

(1) 间接融资与直接融资。在规划我国资本市场发展战略时,人们常常提出这样一个问题:在今后的金融市场融资中,企业究竟是以直接融资为主,还是以间接融资为主?在市场经济条件下,这绝不是政府或部门所能决定的,企业融资格局的形成是融资者之间、投资者之间以及融资者与投资者之间彼此竞争、长期比较的结果,绝非刻意追求所致。无论是以证券融资为导向的英美模式,还是以银行融资为导向的日德模式都有其存在的必然性。因此,不应片面地强调某种融资方式的优劣,更不应硬性计划和规定两种融资方式的融资比重。面对复杂的资金融通格局,两种融资方式各有自己的适应范围或固有的“市场属性”,在不同环境下各善其长,相互补充,构成市场经济完整的融资方式组合。笔者认为,就我国目前情况来看,融资方式的转变应是一个渐进的过程,

绝非一蹴而就。由于我国资本市场的发展尚不完善,直接融资尚不能完全满足企业资金需求。在可预见的一段时间内,我国企业的融资格局仍将以间接融资为主。但这绝不是传统体制下间接融资格局的继续,而是通过体制变革,使银行和企业真正成为“产权明晰、权责分明、政企分开、管理科学”的独立主体,真正按照市场需要供应或筹措资金,合理有效地配置资金。这样才能发挥银行对企业的资金融通和财务监督的双重作用,才能在公司治理变革中发挥有效作用。当然,在不断发展、完善间接融资的同时,还应大力发展直接融资。随着经济主体可运用资金的增加,经济主体参与投资要求的提高,直接融资比重会相应上升,这是金融发展和深化的客观要求。

(2) 股票融资与债券融资结构。接着上面的分析,在企业外部直接融资中,究竟是以债券融资为主还是以股票融资为主,这不仅是融资方式的选择问题,也是融资结构与企业价值、资本成本和融资效率的问题。从静态的观点看,股票、国债、公司债券三个市场吸纳的资金量,一般为此消彼长、相互替代,但从动态的观点看,这三者又表现为相互补充、相互促进的关系。针对目前我国股票、债券发展不平衡的状况,除了进一步规范和发展股票市场外,更重要的是应大力发展企业债券市场。根据委托代理理论,委托人对代理人不同程度的预算约束,必然引导经营者选择不同的决策和行为方式,产生不同的经济绩效。在股票融资的情况下,经营者面临着“软预算约束”。因为,只要企业没有破产清算,经营者就可以永久使用股东投入的资本。股票融资的“软”约束可能导致资金配置的低效率。发行公司债券则因为经营者对资金占用的期限和使用受债券合约约束,在债券到期时必须履行合约,经营者面对的是“硬”约束,通过债券筹集的资金对使用效率有更高要求,这正是债券融资较股票融资具有的相对优势。当然,发行公司债券会带来财务风险特别是破产风险,公司借债越多,破产风险也越

大。所以,企业在融资时所面临的选择是一个风险 - 收益的替换过程。笔者认为,大力发展债券市场,为公司优化融资结构提供机会,公司可以在充分考虑自身的情况下,选择合适的融资结构,从而实现价值最大化。

(3) 融资规模与股权结构。企业股权结构一直是人们广泛关注的焦点问题。融资规模和股权结构之间是一种总量和结构的关系,股权的变动有可能仅仅导致融资规模或股权结构的变化,也有可能使融资规模和股权结构同时变化。从我国股票融资的情况看,结构问题比总量问题更为突出。对国有上市公司来说,一方面是有国有股(国家股和国有法人股)在总体上仍处于控股地位,股权集中度过高;另一方面是流通股过度分散,股权流通比率过低,绝大部分的股权处于“超稳定”的凝固状态。这种国有股过度集中与流通股过度分散形成的巨大反差,使股权结构呈现出一种“超稳定下的不稳定状态”。解决这一问题根本的办法是进行股权结构的调整或再设计,即进行融资规模的设计和股权结构的优化两个层面,其中融资规模的设计主要依赖于发起股东的资本需求和寻求最佳融资结构的需要;股权结构的优化旨在寻求股权稳定性与流动性的“兼容”或“均衡”。

3.3.4 完善公司治理

随着我国经济体制由计划经济向市场经济转轨,企业资金来源渠道与方式的变迁,法人治理结构与治理机制也在发生着变化,但其变化速度落后于融资机制的变化,特别是企业所面临的资金约束条件并没有得到根本性的改变。关于我国公司治理模式的选择,目前存在不同观点:有的主张采取日德治理模式;有的认为应采取英美治理模式;也有人主张同时借鉴日德和英美两种模式,寻找出一个与中国经济发展相适应的公司治理模式。笔者赞同最后一种观点,但更主张走“渐进式”的发展模式。不论是英美外部型

治理模式还是日德内部型治理模式并不是完全分离、一成不变的。就目前来讲,我国国有企业融资仍然以间接融资形式为主,在这种情况下,发挥银行对企业的监控或治理作用,仍有一定的历史渊源和现实要求。不过,借鉴日德治理模式绝不是完全的模仿,而应结合中国的国情加以适当修正。笔者认为,随着上市公司直接融资比重的提高,随着各项制度的不断完善,发挥市场机制对公司治理的作用将是一个经济发展的自然选择过程,而并非由人们刻意安排。质量优良的上市公司,其融资方式应不同于一般国有企业,它们可以采取直接融资方式,可以鼓励它们发行企业债券融资,先走一步实行准市场治理模式。^①或者说,中国企业融资结构调整与公司治理完善会随着融资方式从银行主导型到市场多元化变迁的过程“渐近式”地从银行监督、政府治理向市场机制调整与治理方向过渡,不过在这一进程中,两种治理方式相互融合、相互补充会使公司治理模式变得更加完善与合理。

3.4 本章小结

从融资结构理论史的角度看,经济学者通常将MM定理以前的融资结构理论称为传统的融资结构理论,而将在MM定理基础上发展起来的融资结构理论称为现代融资结构理论。MM定理探讨资本结构中最优的资产负债率如何决定,在完全竞争资本市场假定的条件下建立起来的模型最大的缺陷是,这一假设明显与现实不符。而委托代理理论分析方法,强调当引入信息不对称后,公司运营中存在股东与经营者之间利益冲突导致的外部股权代理成本和债权人与股东之间利益冲突导致的外部债权代理成本。在外部融资部分,最优的融资结构是股权的边际代理成本等于债务边

^① 准市场治理模式,是指以渐进的方式逐步向市场导向型模式靠近。

际代理成本。梅耶斯和麦基里夫(Myers & Majluf,1984)进一步考察了不对称信息对企业融资活动及融资方式的影响。他们的模型指出,企业融资首选内部融资,然后是债券融资,只有在股票价格被高估的情况下,公司才会发行股票融资。哈里斯和雷维(Harris & Raviv,1988)以及阿洪和博尔顿(Aghion & Bolton,1992)对企业融资控制权理论进行研究,他们认为融资方式的选择在很大程度上影响着企业控制权的变化。上述理论对融资的观察角度不同,却一致认为债务有抵税、激励、降低代理成本和传递积极信号的好处。

任何企业融资结构和融资方式的选择都是在一定的市场环境背景下进行的。在特定的经济和金融市场环境中,加上不同类型国家的公司法、商法对外部投资者、特别是小投资者的保护程度有所差异,不同国家形成了各异的融资模式和所有权结构,进而产生不同的公司治理模式。本章通过对美、日、德三国企业融资模式与融资结构进行比较分析,在外部融资中,英美企业主要通过资本市场进行证券融资,而日德企业主要是通过银行中介进行融资。两种不同融资导向的共同点是内部融资占主要地位或渐趋于主要地位,在外部融资中又以债务融资为主,所不同的是市场导向型企业以发行公司债券为主,而银行导向型企业以银行信贷为主。这一章进一步揭示不同所有制及股权结构下的融资结构差别,目的为中国企业融资方式的选择和公司治理的提高提供有益的借鉴。最后,笔者提出在优化企业融资结构改革中应注意的一些问题:建立和完善企业内部融资机制;调整 and 选择银企关系;培育与发展资本市场;完善公司治理。

第四章

公司治理机制与治理模式

4.1 公司治理的涵义

公司治理,其英文原文是“Corporate governance”,国外经济学界有诸多不同的理解。国内翻译为公司治理、公司治理结构、法人治理结构,也有译成企业督导的,但采用者不多。^①近年来,关于“公司治理”这一术语已经被赋予了多重含义,虽然还没有一个清晰的、被普遍接受的关于公司治理的准确定义。但现有国内外学者都各自从不同角度或方面对公司治理所涉及的问题进行研究,并且从不同角度回答了什么是公司治理。^②

科克伦和沃提克(Philip L. Cochran & Steven L. Wartick, 1988)在《公司治理 - 文献回顾》中指出:“公司治理问题包括高级管理阶层、股东、董事会和公司其他利害相关者的相互作用中产生的具体问题。构成公司治理问题的核心是:(1)谁从公司决策/高级

^① 周小川倾向将“governance”译为“督导”。见吴敬琏、周小川等:《公司治理结构债务重组和破产程序——重温1994年京伦会议》,中央编译出版社1999年版,第7页。

^② 学者们对公司治理的定义:Blair(1995)和吴敬琏(1994)对公司治理的定义是狭义的,而梅耶(1995)、布莱尔(1995)、钱颖一(1994)、张维迎(1999)、李维安(2001)等从广义上对公司治理加以定义。

管理阶层的行动中受益？(2) 谁应该从公司决策/高级管理阶层的行动中受益？当在‘是什么’和‘应该是什么’之间存在不一致时，一个公司治理问题就会出现。”科克伦和沃提克并没有直接定义什么是公司治理，而是指出公司治理要解决的问题是什么——管理层、股东、董事会和公司其他利益相关者相互作用产生的具体问题。其中，股东、董事会、管理层和公司其他利益相关者是公司治理的主体，相互作用产生的具体问题是公司治理的对象。对这些问题具体解决途径是公司治理机制。

国内外理论界对公司治理或公司治理结构概念的定义有 20 多种，不仅容易引起概念上的混淆，还容易引起理论上的混乱。为此，从理论上澄清公司治理、公司治理结构和法人治理结构的概念是一切研究的基础。从国内外学者的公司治理定义来看，尽管对公司治理概念的界定存在许多差异，但这些定义仍大致可分为两类：狭义的定义和广义的定义。从狭义来看，公司治理是指有关公司董事会的功能、结构、股东的权利等方面的制度安排。狭义的公司治理从治理结构看指法人治理结构，从治理机制看是内部治理，治理目标是保证股东利益最大化。从广义来看，公司治理是董事会、股东、金融家、审计人员、监督者、公司雇员、消费者及供应者等所有利益相关者之间关系，依靠一整套法律、文化和制度或机制，使公司能进行高效经营，并且从整体上关注股东利益和社会效益。其治理的目标不仅是股东利益最大化，还要保证公司决策的科学性，从而保证公司各方面的利益相关者的利益最大化。治理机制既包括内部治理又包括外部治理（见图 4-1）。笔者认为，公司治理、公司治理结构的含义是不同的，不应混淆。公司治理是广义的定义，这样既符合国内的主流观点，又是英文的直接译意。而公司治理结构就是法人治理结构，仅是狭义的公司治理定义。为避免混乱，在本书中用“公司治理”表示广义概念，用“法人治理结构”表示狭义的概念，而不使用“公司治理结构”一词。

内部治理的基本特征是以产权为主线的内在制度安排 ,其治理载体就是公司本身 ,而外部治理则是以竞争为主线的外在制度安排 ,其治理载体是市场体系。虽然公司内部治理和外部治理的侧重点各有不同 ,但是两者的关系不仅是相互依赖、相辅相成的 ,而且是互动的 ;片面地强调任何一方面 ,都不能达到有效的公司治理。在 OECD(1999)公布的《公司治理原则》中 ,不单纯强调公司法人治理结构的概念和内容 ,而是涉及许多具体的治理机制。该原则主要包括以下五方面 : (1) 股东的权利 ; (2) 对股东的平等待遇 ; (3) 利害相关者的作用 ; (4) 信息披露和透明度 ; (5) 董事会的责任。由此可见 ,其治理的理念更为广泛、深刻。

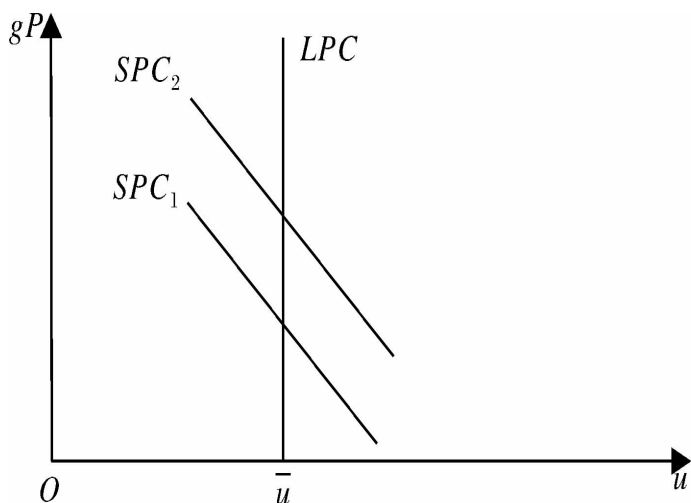


图 4-1 公司治理与法人治理结构关系图

整体来看 ,理论界对公司治理内涵的界定存在一定偏颇 ,即要么过分注重股东的利益 ,如施莱弗和维施尼 (Shleifer & Vishny , 1997)、吴敬琏 (1994) 的界定 ;要么把股东和公司利益相关者放置在相同位置上。

为此,笔者认为公司治理是一种指导和控制公司的制度体系。^①它实际上是由董事会(the board)、股东(shareholders)、金融家(banks and other lenders)、审计人员(auditors)、监督者(the regulators)、公司雇员(the employees)和消费者及供应者(customers and suppliers)等利益相关主体之间相互联系、互相制约而构成的一个整体。他们之间权利与义务关系的描述如图 4-2 所示。在该图中,实线表示一般法律规定下的责任与义务,箭头表示责任的指向;虚线表示一种暗含在它们性质中的责任,没有上升到法律的高度,很明显地法律责任沿着实线,从董事会开始顺时针方向移动,利益主体是有先后顺序的,股东的地位相对要高于其他利益相关主体。本定义强调公司治理是环绕所有这些责任和义务的纵横交叉,董事会是公司治理的焦点。公司各方的利益都体现在公司实体之中,只有理顺各方面的权责关系,才能保证公司的有效运行。并由此感悟在中国流传数千年的“八卦图”,且得到其印证。董事会中执行董事和独立董事相互制衡达到平衡与效率。

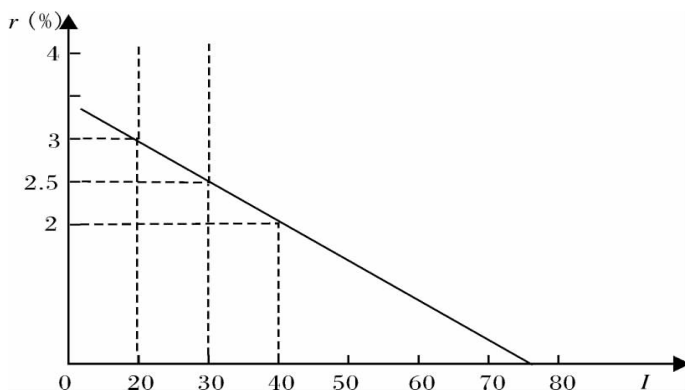


图 4-2 公司治理定义八卦图

^① 体系的定义 若干有关事物互相联系互相制约而构成的一个整体。参见《辞海》,1999 年版普及本,第 644 页。

4.2 公司治理机制

公司治理机制的产生与公司的所有权结构和公司的成长程度有关。公司治理是所有权与经营权分离的产物,也就是说没有委托代理关系,就不需要它去监管作为公司所有者的经营者。当公司业务发展到单一所有者自身资金不敷使用时,就需要债权资本,一种简单治理系统应运而生,最典型和最经常的形式是向债权人披露经审计的财务信息;当公司成长到需要多种形式的资金包括新股本时,更为复杂的治理就成为必需。在公众公司中,中小投资者难以对管理层实行监管,需要建立起治理机制来防止管理层的利己主义行动。这些治理机制主要包括内部治理机制和外部治理机制。

4.2.1 内部治理机制

内部治理机制是公司治理核心的问题,属于狭义的公司治理领域,主要包括股东与公司之间关系及控股股东与一般股东之间的关系。

4.2.1.1 董事会

在一个公司内部,约束管理者按股东利益行动最基本的机制是董事会,董事会行使公司的所有权,其主要职责包括:提名 CEO(首席执行官),确定薪酬计划和公司股权以及债权结构。每一项都是公众所关心的和学术界广泛研究的目标。

对董事会和董事制度的研究,看起来是一个法律问题,因为各国公司法均要求设立董事会,并对董事会的职责、权限作了界定。但公司法对董事会人数、董事人选和两者对董事会效率的影响却涉及很少。实际上,对董事会规模、结构的研究更多的是经济分析范畴。

董事会是股东选举出来的,传统的公司理论认为,公司的权利基础是所有权,股东是公司最终所有者。因此,由全体股东组成的股东会就成为公司的最高权力机关,作为股东代理人的董事会应受股东会控制。但实际上,根据公司章程,一旦管理权授予董事会,这些权利就归董事会行使。董事会对内是决策者和指挥者,对外是公司的代表和权利象征。

尽管董事会拥有任免经理层的权利,但经理层的权利一旦形成,可能存在董事与经理合谋等问题。近些年,许多公司面临着董事会改革挑战,此类改革包括减少董事会人数、增加相关的外部董事、设置管理人薪酬计划、首席执行官和董事长两职分离和要求董事在公司中持股等。

Jensen(1993)指出美国公司的董事会无效率:CEO决定董事会议程和发布的信息,董事会里管理者持有很少的股份,董事会过大,CEO和董事长常常一人兼任。Yermack(1996)与Eisenberg T.等(1998)分别对美国 and 芬兰公司董事会进行研究,表明董事会规模越大,公司绩效越差。Lipton & Lorsch(1992)最早提出应限制董事会规模。Jensen(1993)也提出相同观点,他认为董事会人数若超过7~8人,董事会将不可能很好地发挥作用,易被CEO操纵。

Hermalin & Weisbach(2001)回顾近年来一些实证研究,结果发现:第一,人数少和有较大比例外部董事的董事会能使管理者团队行为很好地与股东的利益相一致。第二,外部董事多的董事会会更积极地替换掉业绩不良的管理者。第三,无论作为收购者还是目标公司,有较多外部董事的董事会能很好的做出与收购相关的决策。第四,拥有小的董事会公司更倾向于按CEO的业绩制定薪酬计划。总之,董事会大小和外部董事的比例对公司一些行为有正向的影响,但只有董事会的大小已经显示对公司业绩有正的显著影响。尽管Baysinger & Butler(1985)的研究结果表明,外部

董事在董事会中的构成比例和企业业绩之间呈正相关关系。但是,这项研究存在一定的缺陷,因为它所采用的业绩计量指标是单一的,而且因变量和自变量之间存在较为严重的时滞效应,因此研究结果并不具有普遍性。又比如,Hermalin & Weibach(1991),以及 Mehran(1995)等人的许多研究都发现外部董事比例和企业经营业绩之间没有什么显著的相关关系。之后,经济学家又不断地研究发现,独立董事比例高的企业,其业绩反而更差。例如,David(1996)的研究发现,外部董事比例和托宾 Q(计量业绩的重要指标之一)之间呈反比关系,而与其他业绩计量指标之间并没有什么相关关系。随后,Agrawal & Knoeber(1996)的研究也得出了类似的结论。但后来,Millstein & Macavoy(1997)的研究结果却得出了不同的结论,他们认为,在 20 世纪 90 年代,拥有独立董事的企业比那些没有独立董事的企业运行得更好,拥有独立董事企业的投资人得到了比其他企业更为显著的正回报。然而,Ronald(1998)对单一经营业务的企业进行了研究,他的研究表明,董事会中独立董事所占的比例和一些财务业绩指标呈反比关系。从事件的比重和所使用业绩衡量指标看,公司业绩和外部董事的比例没有什么显著关系。另外,Hermalin & Weisbach(2001)还分析了影响董事会构成的公司规模因素,对规模比较大和内部股权较少的老公司,以及业绩不佳的公司董事会更喜欢由外部董事控制;对发起股东积极掌握的公司以及 CEO 持股比例较高的公司,公司董事会更喜欢由内部董事控制。这些发现提出董事会结构是动态的,并且与公司治理其他方面相关。

我国由于各种组织长期以来都有由“一把手”说了算的传统,这也影响到一些董事会;加之 1993 年《公司法》规定董事长为公司的“法定代表人”,使董事长显得高于其他董事,成了董事会的首长,这种状况与董事会集体决策的特征互相矛盾,需要加以纠正。同时,在中国改革进程中长期流行的“企业拥有自主权是改

革的基本目标”等不确切的观念,使董事会的作用弱化;在一些企业中,执行层与董事会高度重合,或者执行董事在董事会中占优势,因而出现了“内部人控制”的普遍现象。因此,完善董事会的工作程序,加强董事会对执行层的监督,将是改善中国公司治理的一个努力方向。此外,中国引入独立董事制度之后,赋予了独立董事比执行董事额外的责任和权力,颇有一种独立董事是有关部门和社会派到公司董事会专门行使监管职责的特种部队的意思(吴敬琏 2002)。

中国证监会要求上市公司在 2003 年 6 月前董事会成员中应当至少包括三名或三分之一独立董事。对此笔者认为,独立董事的数量不过是提高董事会独立性和效率的手段之一,不代表独立董事多了,董事会质量就高了;关键在于全体董事(当然也包括独立董事)都要有独立的责任,公司董事会不仅要要对股东会负责,还要考虑员工、监管机构等各种利害相关者的利益;是全体董事作为一个集体受托经营公司。因此,董事会成员的相对稳定和适当更新与轮换,是改善公司治理质量的一个重要方面。

4.2.1.2 管理者的薪酬和股权

薪酬可以激发董事和其他高级管理者按股东的目标采取行动。股东热衷在一定风险水平下使股票价格最大化,这需要奖赏帮助他们完成目标的管理者。企业高层管理人员的薪酬数额和结构一般由公司董事会决定。为了使管理者和股东的利益一致,可以把管理者的薪酬和公司业绩捆绑在一起。在过去 20 年里,恐怕没有其他公司治理问题如此富有争议。管理者薪酬的研究主要集中在两个方面问题:管理者的报酬水平和薪酬对公司业绩的敏感性。Murphy(1999)指出,从 1970 年算起,支付给标准普尔 500 家上市公司 CEO 的平均现金薪资已经提高了一倍,并且不同行业 CEO 的工资水平不同,大公司的薪酬普遍较高。美国管理者的薪酬普遍比其他国家高。《责任财富》2002 年 8 月进行了一项研究,

发现 23 家正在受到财务欺诈调查的公司总裁们 ,在 1999 ~ 2001 年间 ,个人平均收入 622 万美元 ,比其他类似的、没有劣迹的公司总裁们多出了 70%。该研究还表明 ,越是给予 CEO 们高额收入的公司 ,股票表现越差。他们研究了 1993 ~ 1999 年间 10 家给予 CEO 们最高酬金的公司 ,将这些公司的股票表现与标准普尔指数和同行业平均值进行比较 ,发现至少有一半的高报酬的公司股市表现不佳。美国投资者责任研究中心 1997 年对标准普尔 500 家超大型企业的董事会报酬的考察指出 :董事的底薪呈现缓慢而持续的下降趋势 ,公司正用股票、股票期权来代替底薪。薪酬的水平当然是公司治理一个要素 ,任何管理者几乎都不愿意冒风险失去工资待遇理想的工作。可见 ,对管理者按股东利益行动的激励是基本的公司治理 ,因此 ,以公司治理的观点考察薪酬对公司财务业绩的敏感性成为人们讨论的热门话题。

企业的所有者如何才能让企业的经营者和自己“同舟共济”？完成这一目标最直接的办法就是让管理者团队持有公司普通股股票或者公司普通股的期权。让管理者持有股权或股票期权当然不像听起来那样简单。首先 ,管理者大多数都是风险厌恶者 ,他们大部分人力资本价值已被捆绑在公司中 ,很难再让他们把自己的财务资本也捆绑进来。因此 ,股票或股票期权可以作为薪资福利给他们。当然 ,还有值得注意的一点 ,管理者都更喜欢现金形式的薪资福利。如果用股票或股票期权代替现金薪酬的话 ,那么给予股票或期权的价格往往是以低于公司股票或股票期权的成本提供的 ,期权价格和当日交易价之间的差额就是该经营者的获利。因此 ,股本补偿(equity-based compensation)方式对公司来说 ,常常比现金薪酬昂贵得多。不论管理者股权和股票期权有多少问题 ,考珥等(Core 2001)和墨菲(Murphy ,1999)研究发现 : (1) 随着时间推移增加公司管理者的薪酬 ,能够增加公司业绩。(2) 而这种影响的大部分动力来自管理者普通股股权和普通股股票期权。(3)

在 CEO 薪酬和股东权益 (equity ownership) 中股票期权是增长最快的部分。

股票期权是董事会或股东按事先规定的价格,在 5~10 年的期限内,赋予管理者、技术人员或相关人员获得一定数量公司股票的权利。股票期权在西方被称之为职业经理人的“金手铐”,它将公司的股票价值与被持有者的收益紧紧地联系在一起,引导经理为实现股东的目标即利润最大化而努力。股票期权是在西方发达国家企业目前最富有成效的激励制度之一。截至 1998 年,美国 350 家最大公司中有近 30% 实施了股票期权,用于经营者激励计划的股票平均占股票总数的近 8%,在计算机公司这一比例高达 16%,总体上实施股票期权计划的公司用于股票期权计划的股票已占股票总数的 10%。根据布莱克与斯科尔斯 (Black & Scholes) 的期权定价理论来估算,1998 年全美 100 家大企业的薪酬中,有 53.3% 来自股票期权,而这一数字在 1994 年为 26%,80 年代中期仅有 2% (黄斌、聂祖荣 2001)。

股票期权授予与直接股票授予相比有两个潜在的优点:第一,股票授予主要是公司对高级管理人员的经营业绩的直接肯定,因为来自直接拥有股权 (stock ownership) 的回报是线性的,它与当时的现货市场关联。而股票期权主要与未来的股票市场情况关联,其价值依赖于未来公司股票的升值,只要股票的市场价值没有因公司收益增长而上升,股票期权就毫无价值可言。为此,具有较高成长机会的公司比成熟的公司提供更多的股票期权。第二,股票期权薪酬还有一个财务会计上的好处,在美国由于实施股票期权并不计入公司成本和体现在公司的损益表中,公司赠与股票期权时,公司和个人都不需要缴税。

因为经营者持股与公司业绩的相关性是备受关注的,所以有必要对管理者的持有股权进行估价。对管理者持股的估价是简单的,但股票期权的估价却存在很多问题。上市公司需要披露管理

者持有全部股票期权的数量,但只需披露当年与股票期权授予有关的到期或履约的价格,因为到期或履约价格是确定期权价值的基础。在这一问题上,Conyon,M. & Sadler,G.(2001)研究表明,由于信息披露的缺乏,由此产生的问题在增加。随着英国近年来的改革,现在大部分英国公司要求必须披露的信息比美国公司多得多。Murphy(1999)、Core等(2001)和 Holderness(2001)研究结果表明,内部人股权和公司业绩的关系是混合的。存在这样一些情况,管理者持股比例增加,公司业绩先增加随后减少,建议对管理者持股水平较低的,增加股权激励联盟效果比较重要。

管理者股权和激励之间的关系也同样能从股权和非正常市场对管理者行为的反应之间的关系推断。在这一问题上,Hull和Mazachek(2001)叙述公司内部股权对市场反应是纯粹杠杆减少,他们开始用Myers和Majluf(1984)的模型,模型意味对股东价值最大化管理来说,新股发行与对股票价格是负影响,因为对公司已有资产价值发行股票的决定是负面信息。Hull & Mazachek假设管理者和股东的兴趣是脱离的,并且内部股权有助于那些兴趣的一致,则预期看到内部股权与股权发行公告的市场反应应该是负相关。他们的研究结果与假设一致。

在我国,股票期权激励方式尚处于试验阶段。除部分国企正在采用试点方式逐步在我国推行股票期权制度以外,联想、方正等民企也在试行,但都存在一些问题。因为,股票期权的应用是有条件的,需要有比较健全的法人治理结构、比较健全的资本市场和透明程度高的公司信息披露,以及完整的公司法、证券法、税法、会计准则等基本的法规框架等,我国目前这些条件并不完全具备。笔者认为,股票期权授予权必须掌握在所有者及其信任托管者董事会手中。在国企真正的所有者不在位,而是“内部人控制”的情况下,不能让管理者自己给自己定薪酬。产权不明晰的企业,股票期权不宜施行。建议只能由某个上级行政主管部门规定年薪制指

标,然后由国企按标准执行。但年薪制只能是经济体制转轨过程中一个选择,不宜广泛推广,而只能在经济较发达的城市试行。例如,2003年6月,深圳市政府发布了《深圳市国有企业经营者年薪制实施办法》,在深圳市七大国有市属一级企业全面推行年薪制。深圳国企老总的收入被确定为基本年薪、与企业效益紧密挂钩的绩效年薪和奖励年薪三大块。其中基本薪酬为9.6万元至12万元。深圳由此成为全国第一个在国企中按统一标准推行规范年薪制的城市。

4.2.1.3 外部大股东

股权结构的研究文献焦点不仅放在管理者的股权,而且同样涉及在公司持有重要股份的非执行股东。一般来说,一个股东持有公司5%或更多普通股,被认为是重要股东或大股东,这主要是说这样的股东有能力和动机去监督和影响公司的行为和决策。这些大股东可能是个人、公司,也可能是机构投资者。从非正式的管理层会晤到正式代理人争夺,他们扮演主动角色,积极参与管理层选派。Shleifer & Vishny(1997)认为,这样的大投资者在公司治理中扮演着至关重要的角色。

Holderness(2001)对股权结构的调查证据显示,大股东的存在是非常普遍的:在一个研究随机选取的样本中,半数以上的制造业公司至少存在一个大股东,并且,大股权是相对稳定的,过去有一个大股东的公司也比较倾向持续拥有一个。证据表明大股东追求公司价值的增加和自己私利的增加。这种私利可能来自其他股东不必要的损失。像其他治理机制一样,一个公司外部控股股权的集中程度随公司其他性质而有规律地变化。例如,其他情况均同,较小的公司中股权集中程度较高。Holderness也讨论了外部控股股权对管理者行为和公司业绩的影响,有证据表明外部大股东对公司行为有积极影响。外部董事出面扮演监督高级执行者薪酬的角色。另外,大股东出席董事会能增加控制方面变动的可能性。

事实上大股东对公司业绩的影响是混合的,因此非常不确定。所以,我们感兴趣的是公司的价值,公司股票的市场价格代表它的交易价值,Holderness 讨论存在一个控股股东的公司价值可能会有所不同。大宗股份买卖交易价的额外加价情况表明存在净私有利益控制。一般来看,这说明以观察到的交易价计算公司价值的结果会比它的实际价值低。

总之,普遍证据表明,大股东和其他有积极性的股东对公司的行为有影响,但他们对公司业绩有影响的证据却很少。当然,像迄今为止讨论的其他公司治理机制一样,当我们试图在这些机制和公司价值之间建立因果联系时,内生性是一个明显的复杂因素。

4.2.2 外部治理机制

公司内部治理机制和外部治理机制相互补充、相互支持,构成一个有机的整体。公司外部治理机制包括法律和监管环境、控制权市场、产品市场和经理人市场的竞争等。就公司控制权市场的作用而言,当内部治理机制失效,导致企业的实际价值和潜在价值出现差异时,外部力量便通过接管来控制该企业,从而恢复企业的应有价值。因此,控制权市场是公司治理的一大重要防线。

4.2.2.1 法律和监管机制

存在于公司外部的最基本的公司治理机制是治理公司的法律和监管系统。近来,研究法律对公司治理的影响受到重视。Lar Porta, Lopez-de-Silanes(1998), Shleifer & Vishny(1997)证明在相关法规完备性和法律执行力度上,美国股东和债权人在全世界是最受保护的。Lar Porta 等发现在不同国家间股权结构、资本市场、融资和股利政策都是与法律对投资者免受经营者和控股股东的掠夺的保护程度有关系。他们还论证在一个国家法律的保护程度与该国的股权的集中程度是反向关系。Shleifer & Vishny

(1997)讨论在很多国家大公司里,基本的代理问题不是在管理者和股东之间。控股股东为自己的私利侵占公司利益。在这些国家里,相应地,更多的冲突发生在控股股东和外部小股东之间。因此,一个国家的法律系统看来是公司治理发展进程的决定基础。Easterbrook & Fischel(1996)进一步认为:公司法是一种经济结构,或者说公司法背后有经济规律在起支配性作用,如果有一种公司法能够提供一些规则,这些规则近似于有关各方在没有谈判成本的情形下协商一致的产物,那么这种公司法就能增进社会的效益。^①

近年来,随着金融市场的发展和国际化,与公司治理有关的监管体系,出现了逐步将集中统一监管和自律监管模式相结合的模式。^②在监管目标上,立足专业目标和政治目标的分离;在监管手段上,减少行政化干预,实现监管的市场化和法制化;在监管效果上,注重监管成本和监管效益的对比分析;在监管机构上,强化民间力量的外部独立监管作用。

我国公司治理的法律和监管环境建设取得重大进展。张维迎(1996b)在《所有制、公司治理和委托-代理关系》一文中论述公司治理具体由一系列的契约所规定,公司法是所有公司共有的契约部分,合同条款类似“公共产品”由国家统一提供,公司所要干的就是磋商“特殊契约”。^③从中国的实际情况看,对小股东与债

^① Easterbrook & Fischel. The Economic Structure of Corporate Law, Harvard University Press, 1996.

^② 全球监管模式依据不同的标准划分三种监管类型:从监管组织与政府之间的实质性关系角度看,存在独立监管模式和附属监管两种不同模式;按监管体系组织形式本身的特点,划分为以美国、日本等国为代表的集中统一监管模式和以德国、英国为代表的市场纪律监管模式。在前一模式下,就监管体系的作用与监管目标而言,可将监管类型分为功能性监管模式和综合性监管模式。近年来,在现实中三种类型相互交叉与融合。

^③ “特殊契约”包括公司章程、条例以及一系列具体合同。

权人的保护均不够充分,无论是法律的完备性,还是在法律的执行方面,均存在较多缺陷(孙永祥,2002)。近年来,中国上市公司治理水准随着证券市场的迅猛发展而取得了进步,证券监管部门在近5年间共出台200多部法规条文。其中,《上市公司治理准则》、《上市公司章程指引》、《股东大会规范意见》、《建立独立董事制度的指导意见》等一系列重要法规的出台,对提升上市公司治理水平起到了根本性的推动作用。

4.2.2.2 外部控制权市场

如果法律和内部控制机制都不能促使管理层致力于上市公司价值最大化,公司外部集团可能会看到一个有利可图的机会。通过购买公司普通股获得对公司的控制,收购者能够通过改善公司的经营并实现利润来增加收购股票的价值。收购市场为被收购方股东提供实现另一个额外价值,显然这一价值不是靠公司管理层创造的。在美国企业控制权市场发现业绩不好的公司更有可能成为被接管的目标,业绩不佳目标公司的管理层在接管后常被解雇。通常接管能创造价值,也就是通过合并增加收购方、被收购方合并价值。另外,外部市场提供一些管理者基本压力,激励管理者不偏离价值最大化行为太远。在《新帕尔格雷夫货币与金融大词典》的“公司治理”条目中,接管被看作是过去25年里,英美公司治理的有效的、简单的和一般方法。它的本质是使管理者忠于职责。因为没有接管的压力,经营者就会玩忽职守,侵蚀股东权益(范黎波、李自杰,2001)。

然而,外部控制权市场作为一个公司治理机制有一定的限制性。首先,对控制权的争夺,花费时间和金钱的数额是巨大的,这与公司价值最大化稍有背离,因此它们不像是很有效的方法。更重要地,如果目标公司的管理者们所拥有的控制权数量很多,那么接管目标公司的企图也很难得逞。面对不理想要约,高层管理团队会布置全面防御战略。一个对股东有吸引力的收购要约,对

可能为此失去一些或全部公司控制权的高层管理者没有任何吸引力。收购的过程一般都是内部管理者与其他收购者的抗衡过程。因此,外部控制市场可能解决一些利益冲突,也同时增加了另外一些冲突。其次,对收购公司股东的经济影响分析也说明这样的事实,外部市场对公司的控制能恶化管理者和股东之间的利益冲突。依靠收购他们公司的要约公告,目标公司通常看到他们所持有的股票价值增加。但是,这些公司的主体收购者出现支付过多,也就是额外费用超过靠合并增加的额外价值,致使他们所拥有的股票价值的下降。因此,对一般的收购者来说,收购真正地演变成它的股东希望避免净现值为负的项目。

尽管存在上述局限性,在过去 20 年,接收已经是公司治理发展重要的部分。20 世纪 80 年代,接收更多是靠大量举债的恶性交易。以杠杆融资为特点的敌意购并活动风行一时,使得超大型公司也会面临被并购的危险,从而使股东价值得到了重视。大约在 20 世纪 90 年代初,紧跟着相关的接收活动稍有停顿。但在 90 年代中后期,全球的购并活动又达到一个新的高峰。需要说明的是,90 年代中后期的交易很少是靠恶性交易或是大量举债完成,而是同行业之间的战略性并购。这一方面是由于经济全球化的深入和“新经济”的蓬勃发展加速了产业整合进程;另一方面自 90 年代以来完善的内部公司治理机制,已经引导管理者的注意力到增加股票价值上,从而降低了对控制权市场这一外部治理机制的需求。

作为转轨经济中发展起来的中国证券市场,国有股和法人股的不流通阻碍了公司控制权市场的真正形成。国有股和法人股的不流通严重影响了股市定价功能的发挥,导致股市无法以股价的涨跌来反映公司的经营业绩,从而削弱了股价涨跌对管理层的压力。从上市公司控制权转让的方式来看,目前主要有以下六种:

(1) 协议转让。这种转让方式可以在一次性交易中迅速、直接地

完成控股权的变更,便于新的控股股东在较短时间内入主,对行业、部门和地区的突破性较强。(2) 无偿划拨。无偿划拨是地方政府或主管部门作为国有股的持股单位,直接将国有股在国有投资主体之间进行的划拨行为。这种控制权转让方式仅是国家股持股主体转移,股权性质并没有发生变化,带有极强的行政性。(3) 间接控股。主要是购并方通过收购上市公司的第一大股东来间接地获得上市公司的控制权。这种方式主要是为了规避财政部门对国有股权转让的审批程序,缩短控制权重组进程。(4) 司法裁定。当上市公司原有控股股东无法偿还债权人债务时,债权人会申请法院对大股东持有的股权进行冻结拍卖,战略投资者便可以通过竞拍的方式获得这部分股权,或者由法院直接裁定将这部分股权给债权人作为抵偿。(5) 公开拍卖。公开拍卖在 2001 年度曾经十分热烈,但证监会于 2001 年 9 月 3 日发布了《关于加强对上市公司非流通股协议转让活动的规范通知》,对在场外以公开拍卖方式进行股权转让活动予以制止。(6) 二级市场收购。由于我国上市公司股权结构高度集中,二级市场收购缺乏必要的市场基础,因而通过收购流通股获得控制权比较困难,迄今为止只发生过少数案例。从不同转让方式所占比例看,协议转让是控制权交易的主要方式,历年所占比例在 60% ~ 85% 之间;其次是无偿划拨,历年比例在 15% ~ 30% 之间。

4.2.2.3 债权人

债权人是公司借入资本即债权的所有者。从理论上讲,由于债权人要承担本息到期无法收回或不能全部收回的风险,因此债权人和股东一样,在公司治理上,有权对公司行使监督权。债权人可以通过给予或拒绝贷款、信贷合同条款安排、信贷资金使用监管、参加债务人公司的董事会等渠道起到实施公司治理目的。特别是当公司经营不善时,债权人可以提请法院启动破产程序,此时,企业的控制权即向债权人转移。

20 世纪 80 年代的杠杆收购或是利用杠杆调整融资结构风起云涌。债务成为解决管理者与股东之间代理问题的有效办法。这两种交易类型都是通过大量债务融资完成的,两种交易多发生在自由现金流量的相关代理成本较高的公司。实证研究表明,两种交易通常能给公司创造出更大价值,并且大大改变了目标公司经理们的权利和行动,也改变了一般企业看待债务、治理和价值创造的方式。为了成功清偿债务、减小借贷资金的压力,杠杆收购通常要求目标企业进行大幅度的经营改革,重新配置资本和调整人员,保持经营良好和充足的现金流量,并促进企业长期效率的提升。而且,与以往不同,这种要求不再来自股东,而是来自企业内部——管理层自身。

管理层收购(以目标公司管理层为主要推动力量的杠杆收购),使管理人员持股增加,从而增加了他们提高经营业绩的动力。首先,一些高效益的投资项目需要管理人员付出极其艰辛的努力,因此,只有在管理人员获得与该项目收益相应的收益时,该项目才会被采纳。但是,外部股东可能会认为对这些管理人员报酬合同“过于慷慨”。在这种情况下,将上市公司转为非上市有助于报酬协议的达成。其次,上市公司管理人员为了在潜在的竞争者和外部的股东面前保住自己的职位,可能浪费资源。他们选择一些利润并非最高,但收益比较容易受到外部人士瞩目的项目,转为非上市可以消除这类成本。一般说来,接管者持有大量股权,因此,他们会密切关注接管后的企业管理。这将减少管理人员与股东之间的信息不畅通、不对称现象。从这种角度来说,杠杆收购导致的“股权集中”反映了所有权与控制权的再结合,这必然会降低代理人成本。再次,自由现金流量往往促使管理人员进行奢侈的支出,而不是将其作为股息分发给股东。通过杠杆收购而增加债务,可以迫使这些现金流量被用于偿还债务。此外,杠杆收购是支付股息的有效替换方式。相对于股息的发放来说,管理人员对于

偿还债务的自由选择余地就比较小了。因此,债务的增加减少了管理人员对自由现金流量的分配权;杠杆收购减少了自由现金流量引致的代理人成本。债务的增加也会给管理人员带来压力,并促使其加倍努力,以避免公司破产。因此,从某种程度上讲,杠杆收购代表了一种债务约束行为,对管理人员有一定的制约作用。研究表明,杠杆收购和财务杠杆的资本重组导致的高债务水平是暂时的,这种极端的治理机制更适合那些需要快速、激烈改进的公司。

4.2.2.4 产品竞争市场和经理人市场

公司必须按合理的成本结构生产产品,以有竞争力的价格销售他们的产品。如果管理层浪费或无效率会阻碍这一能力的发挥,致使企业在产品市场上出现糟糕业绩。当给予债权人的资本成本很高时,若缺乏好的公司治理系统保护的话,业绩差的公司非常容易导致财务危机,甚至可能破产。然而,这种极端的结果发生是非常缓慢的,规模大的公司甚至可以供管理层“消磨”一段时间。如果这样的话,大量价值会按此方式损失掉。因此,Jensen (1993)认为,产品市场竞争在提高公司治理效率的战斗中是最好的武器。

企业经理人是直接对企业的经营效果负责的高级经营管理人员。经理人市场也是一种从外部监督公司经理层的重要治理机制。因为经理人市场对经营者具有约束和激励作用:一是现任经理为避免经营不善被替换掉而努力工作;二是公司业绩往往与经理人的人力资本挂钩,激励经理人不断创新,注重为公司创造价值。根据上海证券交易所研究中心的调查报告显示(1999),被调查的250家公司中,79.1%的样本公司总经理是企业内部提拔的,绝大部分公司的副总经理也是公司内部提拔的。这表明,目前中国上市公司管理层的产生还没有市场化,经理人市场没有得到有效的发展,至少说明经理人市场没有在公司治理中发挥显著

作用。

4.3 公司治理模式的国际比较

由于各国的经济发展水平、社会文化传统和政治法律制度的不同,经过长期的公司发展历程和企业制度的演变,表现出不同的法人治理结构和治理机制,由此形成不同的公司治理模式。从融资角度讲,融资方式、融资结构与公司治理密切相关,有效的法人治理结构要以有效的融资结构为基础。反过来,良好的公司治理是企业融资、吸引国际国内资本所必需的。良好的公司治理机制,也能够增强国内投资者对投资该公司的信心,从而降低融资成本,最终能够吸引更多稳定的资金来源。受融资模式的影响,从发达国家的情况看,形成了与融资模式相对应的两种公司治理模式:一是以英美为代表的市场主导型治理模式(外部治理模式);二是以德日为代表的银行主导型治理模式(内部治理模式)。

4.3.1 英美治理模式

4.3.1.1 英美模式产生的背景

英美模式主要是指按英美法系的基本要求订立公司法、国家普遍实行的一种公司治理模式。英国和美国在政治、经济、法律制度和价值观等很多方面存在着诸多相似之处,在公司治理方面虽然存在一定的差异,但就其本质来看是一致的。学术界往往将英美模式作为公司治理的一个典型模式进行探讨和研究。

英美现代公司的发展是在19世纪中后期。科学技术的发展导致了经济规模的迅速扩大,这就需把众多的劳动力和资本集中在一种单一的组织之中,组成一个富有成效的实体。在这种背景下,股份公司成为最适当的形式。在股份公司发展初期,所有权和经营权的分离是不可避免的。尤其随着经济的发展,公司经营

规模、范围的扩大,职业化的经理层出现,更加大了所有者与经营者的分离速度,由此而产生的利益冲突也便出现了。公司作为法人是市场经济的主体,它要求经营者追求公司利益的最大化。而公司的经营者作为自然人,也在追求自身利益的最大化。经营者为了满足自己的利益,就有可能滥用权利损害公司的利益,进而损害公司所有者的利益。这种利益的冲突可以说是公司治理形式的内在因素,也是各种公司治理模式共同的产生原因。造成公司治理模式之间差异的因素则来自特定的法律与制度、资本市场的发育水平、利益相关者的价值观以及政治、文化和历史因素等。

4.3.1.2 英美公司治理模式的基本特征

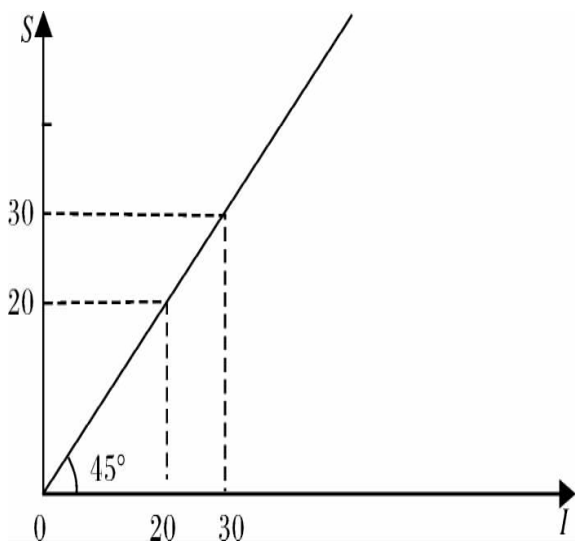


图 4-3 英美公司治理模式

资料来源 杨瑞龙、周业安:《企业共同治理的经济学分析》,经济科学出版社 2001 年版,第 59 页。有改动。

从图 4-3 所示的,公司内部权力分配情况看,股东大会是公司的最高权力机构。但是,英美公司的股东非常分散,而且相当一部

分股东只是拥有少量股份的股东,其实治理的成本很高,因此不可能经常就公司发展的重大事项召开股东代表大会来做决策。为此,股东大会就将决策权委托给一部分大股东或有权威的人来行事,这些人组成了董事会。董事会的职权是由股东大会授予的,为了更好地行使其职权,董事会注意人员构成和董事会的内部管理。英美公司董事会内部设立不同的委员会,一般而言,董事会大多附设执行委员会、任免委员会、报酬委员会、审计委员会等一些委员会。其中执行委员会又成为董事会的常设机构。除这样的执行管理决策职能的委员会外,有的公司还设有一些辅助性委员会,如审计委员会主要是帮助董事会加强其对有关法律和公司内部审计的了解,使董事会中的非执行董事把注意力转向财务控制和存在的问题,增进董事会对财务报告和选择性会计原则的了解。从董事会的构成上董事又可分为外部董事和内部董事。自20世纪70年代以来,英美公司中的外部董事比例呈上升趋势。按理说,外部董事比例的增加会加强董事会对经营者的监督与控制,但是,英美大公司中同时存在的一个普遍现象是公司首席执行官(CEO)兼任董事会主席。这种双重身份实际上使董事会在某种程度上丧失了独立性,其结果是董事会难以发挥监督职能。

需要注意的是,在英美公司中没有监事会,公司董事会内部虽然也设立审计委员会,但它是起协助董事会或总公司监督公司财务状况和投资状况等的作用。真正的监督者是独立审计员,他们来自公司聘请的专门审计事务所,负责有关公司财务状况的年度审计报告。由于英美的股票市场非常发达,投资者对公司的了解很大程度上依赖于公司财务状况的真实披露。一般认为,美国的财务会计和审计是最发达的,对上市公司信息披露的要求也最为严格。政府的审计机构也在每年定期或不定期地对公司经营状况进行审计并对事务所的审计任职资格进行审查。这种独立审计制度杜绝了公司的偷税漏税行为,也较好地保证了公司财务信息披

露的真实性,有助于公司的守法经营。

英美模式的特点在于存在高效运行的证券市场,公司融资以股权融资为主且股权结构较为分散,公司的控制权市场十分活跃,对经营管理者的行为起到重要的激励作用。被称为市场控制主导型,其特征可具体概括以下几点:

(1) 公司所有权与控制权分离。英美模式中的持股人,无论是机构持股者还是个人持股者,通常不直接干预公司运营,通常通过股票买卖形式参与“公司重大问题决策”,也称为“用脚投票”。

(2) 外部投资者参与公司控制的积极性不高,敌意收购现象较多,收购成本较高。在股东构成中,机构持股者占主体,机构持股者是指那些社会事业投资单位,如养老基金会、人寿保险公司、互助基金会、大学基金会、慈善团体、银行信托受益人等。从原则上讲,机构本身不拥有股权,股权应属于最终所有人——信托收益人或投保人,但由于最终所有人通过信托关系授权降低风险,同时,为了分散风险,这些机构持股者会持有多家公司的股票,他们一般对直接参与公司的管理不感兴趣。资料表明,一般机构持股者的换手率均在50%以上。机构持股者在股票市场上频繁地调整其持有股票的结构,在客观上给公司造成了外部压力。因此,当机构持股者在股票市场上大量抛售股票时,会造成该公司股票价格的暴跌。其结果是,一方面股价暴跌减少了经理人员的收入,另一方面也使职业兼并者有机可乘。这些职业兼并人趁机收购公司股票,一旦达到控股地位,便会改组公司,更换管理层。于是,经理人员为保住自己的职位,不得不努力工作,提高公司的绩效,使公司股票价格稳中有升。

(3) 外部董事在董事会中占较高的比例。英美法系国家大多实行董事会和经理层分开运作的制度。经理层负责公司的日常经营决策工作,而董事会负责重大问题的决策及监督经理层。为了防止董事会与经理层之间的勾结,这些国家规定,在董事会中必须

有半数以上的外部独立董事,这些董事来自社会上的专家学者。通过外部董事的公正监督,以确保股东的权益。

(4) 采取单一委员会制(single level),即公司不实行监事或监事会制度。监事会职能由独立审计员和独立外部董事来承担。独立董事监督经理人员的行为,同时还依靠社会机构,如股票交易委员会来监督经理人员的行为。公司还聘请独立审计员和独立的会计师,通过财务审计和经营管理来约束经理人员,从而构成双重约束机制。

(5) 股东外的其他相关利益者的利益难以体现。该模式强调“股权至上”,公司的利益就是股东的利益,按照标准的新古典微观经济学的解释,即使存在经理人员掌握实际的经营管理权的现象,由于股东拥有经理解聘权利,由此企业追求利润最大化也就等同于追求股东的财产价值最大化,这是唯一有效的标准。这种以股东权益为唯一标准的看法是基于物的财产权(杨瑞龙、周业安,1997)。传统的财产权观念来自罗马法。所谓财产权就是对所拥有的实物资产具有占有、使用、处置及收益等一系列权能,如果有产者把他们的实物财产投入到公司,那么自然公司的财产就等价于这些投资者的财产。所以,有关公司财产的一切权益均属于股东。然而,投资者一旦组建企业,则企业本身就获得了相对独立的生命,这是因为企业的运营除了需要物的投入外,还需要人的投入。特别是当企业运营一段时间以后,逐步建立起自身的声誉,这些无形资产所引致的一系列权能就不可能仅仅归于投资者。现在人们基本上同意,企业所有权与财产所有权是有区别的(张维迎,1996),既然承认这一点,就应该承认,至少在应当享受的权利的层次上,所有权是不同的要素所有者所共享的。

在这一模式下,由于所有权和经营权的分离,使用权分散的股东不能有效地监控管理层的行为,解决这一代理问题需要注意以下五方面治理机制的使用:一是发展机构投资者,使分散的股权得

以相对集中 ;二是依靠活跃、有效的公司控制权市场 ,通过收购兼并并对管理层进行外部约束 ;三是依靠外部非执行董事对董事会和管理层进行监督 ;四是依靠健全的监管体制和完善的法律体系 ,如公司法、破产法、投资者保障法等法律对公司管理层进行约束和监管 ;五是对管理层实行期权、期股等激励制度 ,使经营者的利益和公司的长远利益紧密联系在一起。

4.3.2 德日治理模式

4.3.2.1 德日模式产生的背景

德国和日本属于大陆法系 ,在制定公司法时主要体现大陆法系的准则 ,强调公司应平等地对待股东和雇员。因此 ,这些国家侧重于公司内部治理 ,较少地依赖外部治理机制。德日公司治理模式与英美公司治理模式有所不同 ,这不仅在于这种模式的法人治理结构和股权结构的不同 ,而且在股东监控机制上也有不同。影响德日模式形成主要是以下四方面因素 :

(1) 相关法律和制度因素。德日的法律与制度对两国公司股权的构成 ,特别是对大股东的构成以及股权的集中程度有着决定性的影响。德日对金融机构的管制政策较为宽松。德日两国的金融机构在持有企业股权方面具有更大的自由度 ,这是德日模式产生的关键因素。德日对证券市场的限制过于严格。德日两国传统上对非金融企业进行直接融资采取歧视性的法律监管。由于德日对企业直接融资采取过于严格的监管 ,因而德日证券市场与英美证券市场相比 ,发展比较落后。

(2) 政治、文化与历史因素。德日两国在政治上习惯于统治权的集中 ,德国在俾斯麦时代起就把经济的统治权集中于银行手中。日本的经济控制权集中于少数的大财阀和家族手中。德日两国在历史的发展中逐渐形成了其独特的文化价值观 ,都强调共同主义 ,具有强烈的群体意识和凝聚力量 ,重视追求长期利益。德日

两国都是后起的资本主义国家,由于两国国内资源短缺,生存与发展存在着巨大的压力。两国是第二次世界大战的发动者,又是战败者,而且在战后经济又得到了迅速恢复,这些与两国的政治和经济的高度集中是密切相关的。

(3) 公司股东本身的偏好及行为能力。德日公司的股权分布之所以呈相对集中的特征,除了法律与制度的限制之外,也与银行本身的性质、偏好及能力相关。一般而言,银行持股不是一种短期投资行为,而是一种长期投资行为。银行持股不是为买卖股票获取短期利润,而是为了同有关公司保持长期稳定的业务关系。

(4) 经济与资本市场的发育水平。第二次世界大战结束时,德日两国经济遭受重创,经济恢复时期企业资金非常短缺,加之当时两国公司的外部资本市场也不发达,以及政府对企业发行债券的严格限制,所以公司外部融资只能依赖银行贷款,这样就进一步为银行在股东监控公司活动中发挥主导作用提供了条件。德日两国之所以允许银行和法人相互持股,也与当时两国经济发展水平不高有关。

另外,德日企业集团的存在和发展是两国经济的重要支柱,而且是银行集团与企业集团相互关联。这是德日公司治理模式生成的原因之一。其中前两个因素是最为直接的,后两个因素是通过影响前两个因素而发挥作用的。

4.3.2.2 德日公司治理模式的主要特征

从图 4-4 看,德日治理模式被称为银行控制主导型。其本质特征表现在以下几点:

(1) 股权比较集中,银行的作用较大。据统计,1988 年在德国 40 家最大的公司中,单个股东持有 10% 以上公司股份的有 29 家。这些大股东主要是金融公司、创业家庭、保险公司、银行等。由于大股东的存在,客观上起到了稳定股权结构的作用。因此,欧洲的证券市场不及英美发达。银行在欧洲国家可以合法地持有公

司股票，但法律规定了最高持股限额。尽管如此，银行通过股票

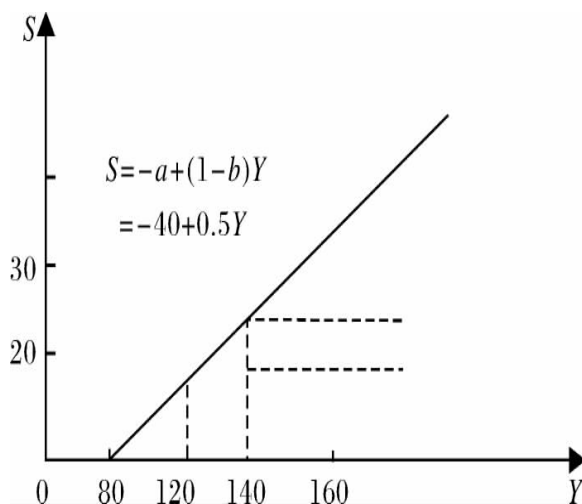


图 4-4 德日公司治理模式

资料来源 杨瑞龙、周业安：《企业共同治理的经济学分析》，经济科学出版社 2001 年版，第 63 页。这里有改动。

代理，银行可以行使的表决权却是非常可观的。据统计，银行可以行使的表决权股票占德国上市公司股票的一半左右。大股东在欧洲可以直接参与公司治理。按德国公司法规定，拥有公司 10% 股权的股东有权在监事会中获得一个席位。这样，当公司业绩不佳时，大股东可直接行使表决权来校正公司的决策，而不用在股票市场上“用脚投票”。这也是欧洲国家的证券市场大多不如英美发达的原因之一。

(2) 敌意收购少见。其原因通常认为有两方面：一是通过证券市场进行恶意收购的成本太高。恶意收购行为会引致工人的抵制，引起公众的不满，这大大增加了收购的成本。二是由于存在以成本更小的方式来撤换不称职的管理者。

(3) 实行双重管理制度。在欧洲国家的股份公司中同时设立

董事会和监事会。董事会作为公司的法人代表机构,专门从事公司的经营决策工作,监事会则专门从事对董事会成员的监督工作。监事会一般与董事会处于平等地位,以便在董事会和监事会之间形成相互制衡机制。但德国是例外,在德国监事会的地位高于董事会。传统上,在欧洲国家的股份公司中独立外部董事较少,董事会成员主要由公司的出资人、雇员代表及其他相关利益者出任。不过近年来这种情况在欧洲有所改变,外部独立董事开始进入董事会。

(4) 公司由相关利益集团(银行、股东、业务伙伴和员工)控制,所有相关利益的人的利益都能够体现。目前,德日两国的银行处于公司治理的核心地位。在经济发展过程中,银行深深涉足其关联公司的经营事物中,形成了颇具特色的主银行体系。某企业接受贷款的银行中排第一位的银行称之为该企业的主银行,而由主银行提供的贷款叫做系列贷款,包括长期贷款和短期贷款。德日公司的股东监控机制是一种“主动性”或“积极性”的模式,即公司股东主要通过一个能信赖的中介组织或股东当中有行使股东权利的人或组织,通常是一家银行来代替他们控制与监督公司经理的行为,从而达到参与公司控制与监督公司的目的,如果股东们对公司经理不满意,不像英美两国公司那样只是“用脚投票”,而是直接“用手发言”。但是,德日公司的监控机制的特征有所不同。德国公司的监控机制的特征表现在两方面:一是德国公司的业务执行职能和监督职能相分离,并成立了与之相对应的两种管理机构,即执行董事会和监督董事会,亦称双层董事会。监督董事会是股东、职工利益的代表机构和监督机构。二是德国监控机制有别于其他国家的重要特征是职工参与决定制度。职工通过选派职工代表进入监督董事会参与公司重大经营决策,使得企业决策比较公开,这有利于对公司经营的监督,同时还有利于公司的稳定和持续发展。日本公司监控机制的特征:日本银行的双重身份决定其

必然在固定行使监控权利中发挥领导的作用。日本银行及其法人股东通过积极获取经营信息对公司主管实行严密的监督 ;日本公司还通过定期举行的“经理俱乐部”会议对公司主管施加影响。尽管“经理俱乐部”会议是非正式的公司治理结构 ,但它实际上是银行和其他主要法人股东真正行使权利的场所。

(5) 普遍地实行雇员参与公司治理的制度。德国的法律规定 ,雇员可以进入公司的监事会 ,公司大多建立了企业委员会制度 ,雇员通过参加企业委员会来参与公司治理。所以 ,公司所有权与控制权相互联系 ,法人持股 ,特别是法人相互持股是德日公司股权结构的基本特征 ,这一特征尤其在日本公司中更为突出。第二次世界大战后 ,股权所有主体多元化和股东数量迅速增长是日本企业股权结构分散化的重要表现。但在多元化的股权结构中 ,股权并没有向个人集中而是向法人集中 ,由此形成了日本企业股权法人化现象 ,构成了法人持股的一大特征。

(6) 公司内部交易形成腐败和拉帮结派。政府对长期经济目标的追求 ,要求和企业保持长期合作关系 ,必然要弱化证券市场对企业治理 ,使企业更关注长期的发展战略。但同时企业控制权市场的功能的缺失可能产生了严重的内部人控制问题 ,经理层和职员勾结起来共同损害股东的利益。

4.3.3 中国公司治理模式

4.3.3.1 产生的背景

中国公司治理模式与前两种西方治理模式产生的背景不同 ,西方国家的市场经济是经历了从商品市场、货币市场、资本市场、期货市场历时 200 多年的历史 ,机制不断成熟、法规不断完善。而我国国有企业的治理结构改革前是在传统的计划体制下 ,企业几乎没有任何自主权 ,来自留利和奖金的激励比较小 ,政企关系上也是过于集中。在改革开放以前 ,国有企业的控制权和收益权完全

掌握在政府手中,企业完全没有自主权,因此政府机构同企业经营者之间的委托代理问题并不严重。随着国有企业改革的不断深入,为调动企业经营者的积极性,企业决策权不断下放。此时,国有企业的所有者缺位问题逐步显现出来。

1979~1993年间,中国企业改革的政策宗旨一直是以提高企业的积极性为目的,通过扩大企业自主权、增加企业留利,实现政府向企业的分权。企业改革这一时期主要动作之一是在1987年下半年全国的工业企业陆续开始承包,三年一个承包期,到1992年,98%的国有大中型工业企业采取了不同程度的承包。随着企业自主权的扩大,经理人员的代理问题在中国因为产权和其他制度性的原因而比西方严重得多。因为,经理通常没有公司的股票或把其努力与公司净值联系在一起的激励机制。更严重的是,在缺乏产品竞争市场和资本市场竞争情况下,没有既有信息又有动力监督经理人员的国家利益代表。银行和主管部门的监督作用反倒是在扩大企业自主权的改革过程中逐步削弱。

1993年第二轮经济改革开始,企业改革转向其他组织形式——公司化,1993年12月,第八届全国人大常委会第五次会议通过了《公司法》,以法律的形式对公司法人治理结构作了规定,确定了股东大会、董事会、经理和监事会的地位和职责,明确了所有者、经营者、监督者的权利和义务,为公司建立和健全完善的治理机制提供了法律保障。但在对数量众多、规模庞大的国有企业进行改造和重组时,由于法律体系的缺乏和监督力度的薄弱,经理们对企业实行强有力的控制,在某种程度上成为实际的企业所有

者,出现“内部人控制”^①现象。由于我国股份公司中国有股一股独大,监事会职权过于弱化等原因,“内部人控制”现象较严重。因此,我国企业共同治理模式已经演变成为公司运作的内部人控制或关键人模式。

4.3.3.2 中国公司治理模式的主要特点及存在的问题

从图 4-5 中,我们看到在社会主义计划经济制度向市场经济制度的转轨中,由于权力在政府和市场间的重新配置,我国目前采取的法人治理结构较类似于德日模式,同样采取双层委员会制,强调职工的参与和银行的监督。

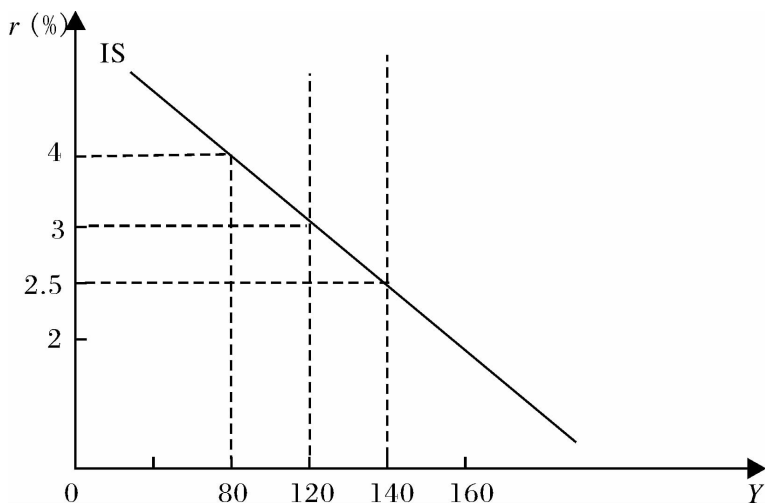


图 4-5 中国公司的共同治理模式

资料来源:王化成:《公司治理与分配制度改革》,第九届高校财务管理学科建设理

^① 对内部人控制的经典解释来自最先提出这一概念的日本经济学家青木昌彦:“从前的国有经理或工人,在企业公司化的过程中获得了相当大一部分控制权的现象”。内部人控制分“法律上的内部人控制”和“事实上的内部人控制”两种。前者是指经理人员通过持有公司的股权而掌握对公司的控制权;后者是指经理人员虽然不持有公司的股权,但在公司的财产使用和处理分配等方面实际上拥有着控制权。

(1) 从权力机构设置上看,我国公司法规定上市公司必须设立董事会和监事会,但是,董事会和监事会都由股东大会选举产生,相互之间不具备直接任免、控制的权力,尤其是监事会在法律上只是被赋予了有限的监督权力,很难制约董事会行为。从上市公司法人治理结构的表面看,已形成了股东大会、董事会、监事会和经理层分别行使最终控制权、经营决策权、监督权和经营指挥权。但从实践情况看,由于股权的过度集中,公众股东的高度分散,导致董事会由大股东操纵,或由内部人控制,形同虚设,没有形成高效、独立的董事会来保证健全的经营机制,以及相应建立一套健全的经理层聘任和考核制度。上海证券交易所研究中心的调查表明:①从监事会成员的来源情况来看,样本中 73.4% 的公司监事会主席是企业内提拔上来的。在这种情况下,由于监事会成员的身份和行政关系不能保持独立,其工薪、职位等基本上都由管理层决定,监事会一般无法担当监督董事会和经理层的职责。②董事会成员大多来自股东单位,其中来自第一大股东的董事人数已超过董事会总数的 50%。这一数字说明,由于中国上市公司具有高度集中的股权结构,因此大股东不仅可以影响股东大会的决议,更可以通过选举“自己人”为董事来决定董事会的运作。进一步的调查还表明,第一大股东的持股比例与其在董事会中的代表比例存在一定程度的不对称性。连城国际的调查也显示,在 2001 年底,国家机关和国有企业以 39.21% 股权比率占有 57.73% 的董事席位,而流通 A 股股东以 35.95% 的股权比率却只占有 1.97% 的董事席位。③内部人控制是中国上市公司法人治理结构的一个突出特点。调查显示,在 2000 年以前,上市公司董事会成员中,执行董事的比例非常高,平均超过 50%。近年来,该比例出现较大幅度的下降,连城国际对 2001 年 1135 家上市公司调查表明,执行董事的比例在 2001 年底已经下降到了 29%,董事长和总经理两

职兼任的公司占 14% ,但董事会成员在股东单位兼职的比例超过 44% ,这显然与证监会规定的“ 三分开 ”不相符。造成上市公司内部人控制现象普遍的核心原因 :一是上市公司特殊的股权结构 ;二是缺乏有效的外部监督约束机制。上市公司股权结构概括起来主要分为控股股东结构和分散结构。控股股东结构是主体 ,而且又可以进一步分为国有股一股独大结构和私人企业控股结构 ,在缺乏有效的外部经理市场、控制权市场等的情况下 ,这一股权结构状况必然会导致上市公司实际的内部人控制或控股股东控制的公司治理模式(见图 4-6) ,内部人控制是中国公司治理的主要特征之一。当控股股东为私人或企业时 ,内部人控制往往与家族企业现象结合在一起 ;当控股股东为国家时 ,内部人控制往往又与政企不分现象伴随在一起。与内部人控制并肩而行的是关键人模式。关键人大权独揽 ,并且常常集控制权、执行权和监督权于一身。内部人控制和关键人模式导致公司决策和公司运作以内部人和关键人为中心 ,内部人能够轻易地控制和操纵公司股东大会、董事会和监事会 ,极易出现偏离公司最佳利益而追求控制权私人收益的败德行为和机会主义行为。

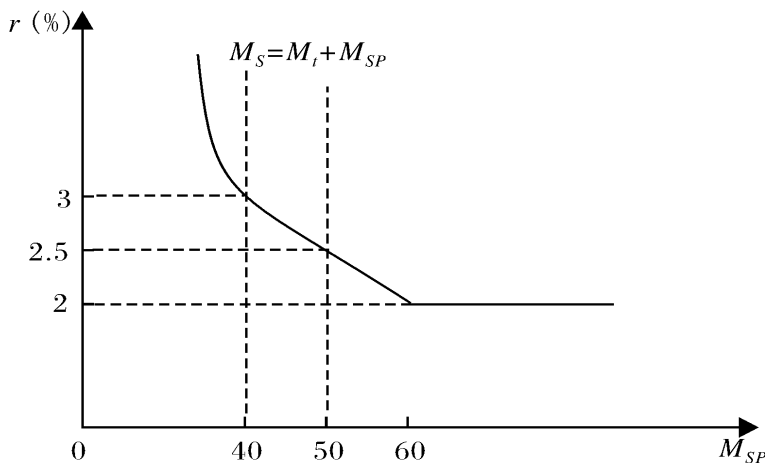


图 4-6 内部人或控股股东的控制模式

资料来源：上海证券交易所研究中心：《中国公司治理报告》复旦大学出版社 2003 年版。

(2) 在银企关系上,如第三章所述,中国的银行体系已成为企业最重要的外部资金来源,银行与企业的关系因此非常密切,但银行又不干预企业的日常活动。目前,我国银企关系随着计划经济体制向市场经济体制转轨而逐步从行政型向市场型过渡,银企关系既受行政信用约束,也受市场约束。在转轨过程中,银企关系的基本特征表现为:银行信贷资金由过去的直接行政配额向市场配置转变,逐步淡化计划指令型指标,强化市场机制下的资金调配功能等。我国银行法规定银行不允许参股企业,同时,国务院提出银证分业管理。

(3) 在实践中,政府作为国家管理者的职能与国有资产所有者的职能并存。我国公司治理带有很强的行政性特点,可以概括为:

① 政府作为国有资产所有者的地位没有人格化,造成实际运作中国有企业经营控制权实施主体不明晰;从委托代理的角度来说,国有企业区分于私人企业最明显的特征是,国有企业的委托人是非实体化的“国家”,或者说是政府。国有企业名义上为全民所有,而实际上控制权掌握在相关政府机构和官员手中。这些政府机构和官员并非企业的真正股东,因为他们领取固定工资,不具有分享企业收益的权力,因此,政府机构和官员也不可能像股东一样行使出资人权力,存在实际上的“所有者缺位”问题。

② 政府利用行政手段超越出资者职能,直接干预企业的经营决策;同私人企业的股东不同,国家作为出资人对国有企业经营决策的干预是通过若干政府部门分别实施的,因此,无法避免政府利用行政手段超越出资者职能,直接干预企业的经营决策,使企业承担过多的社会职能,导致经营目标多元化。同时,企业经营者的选

聘是以政府官员的标准进行,由组织和人事部门进行考核。由于政府官员并不是真正的股东,因此不必为选错企业经营者承担后果,也就无法保证真正有经营才能的人成为企业管理者。行政任命的不确定性也使企业经营者过多考虑政治前途,而不能完全专注于提高经营业绩。另外,国有企业的出资人的职能长期由多个政府部门分头负责,分头行使所有者职能的国有资产管理体制存在诸多弊端。1999年底,上海证券交易所研究中心上市部和北京中和应泰管理咨询有限公司联合对中国上市公司治理状况进行了问卷调查。该次调查对象是所有在上海证券交易所上市的股份有限公司。在调查中,关于公司是否存在主管部门问题上,234个有效样本中,64%回答有主管部门。在调查公司内部最主要和最经常发生矛盾的机构时,发现董事会和党委会的矛盾最多。

③ 政府在发挥社会管理者的作用时,以行政控制代替正常的市场调节。即使在公司治理较为规范的一些上市公司中,政府的绝对或相对控股地位,使得政企不分、政府干预严重等现象同样存在。转轨经济条件下,市场经济的不完善性使政府常常以行政干预代替正常的市场调节。以市场经济的“核心”证券市场为例,政府控制着上市发行规模、上市节奏和上市资源的分配,并掌握着对上市公司发行价格、配股行为、收购兼并和大规模资产重组的最后审批权。政府干预上市公司准入。在1999年7月我国证券法颁布前的很长一段时间里,中国证券市场上的股票发行方式,主要采用政府干预下的以上市额度为控制指标的审批制。该制度是由证监会会同国家计委根据市场情况制定年度或跨年度发行额度,下达各省、自治区、直辖市、计划单列市及中央直属企业的主管部门,并实行两级审批方式,即省、市政府初审,证监会复审。在资本市场发展初期,这种发行方式为企业融资及资本市场规模的扩大起到了非常重要的作用。但是,随着资本市场的不断发展、市场规范化要求的日趋激烈,以及股票发行矛盾的日益突出,这种行政色彩

十分明显的发行制度逐渐暴露出一系列的弊端。由于对股票发行实行额度限制,上市指标成为稀缺资源,这就出现了拟上市公司向地方政府及主管部门争取额度、地方政府和主管部门向国家证券管理部门争取额度的行为。企业为了上市不惜采取任何手段,甚至虚假包装和行贿。股票发行供不应求,一方面在一级和二级市场之间形成不合理的价差;另一方面也促使地方政府采取各种措施竭力保留壳资源,造成在二级市场上收购壳资源的成本不断攀升。由此,既破坏市场对上市公司的优胜劣汰机制,阻碍了企业购并的正常进行,更扭曲了健康的市场运行秩序,从而形成了政府有关部门或官员设租、寻租,上市公司只重视如何通过审批而忽视内在质量提高的不利局面。2000年3月16日,中国证监会发布了《关于发布 中国证监会股票发行核准程序 通知》,这标志着我国股票发行体制开始由审批制向核准制转变。2001年3月17日,我国股票发行核准制正式启动。这是我国股票发行监管制度的一项重大改革,是促进我国证券市场进一步规范发展的一项重要举措。

④ 政府干预上市公司的退出机制。政府对上市公司退市的干预是对股票发行干预的延续。股票发行审批制使上市资格成为极其宝贵的壳资源,无论地方政府管理部门还是上市公司本身,都抱着上市公司的壳不肯放手。这种极为普遍的观念认为,一旦公司上市,就是只进不退,有进无退,即便亏损累累,资不抵债,也有政府最后的扶持,由此产生的道德风险可想而知。尽管《公司法》第157条、第158条和《证券法》第49条都规定了上市公司依法退市的机制,但由于缺乏实施细则和操作规程,长期以来尽管上市公司中有不少企业业绩不佳,有些企业出现重大违规事件,但在2001年2月《亏损上市公司暂停上市和终止上市实施办法》出台以前,没有一家企业因为经营不善而被摘牌。在连续亏损上市公司数量不断增多的情况下,证券监管部门不得不出台ST、PT交易

制度,来作为退市的过渡,以期降低市场风险,但事实上的亏而不退却对亏损上市公司形成了某种政府担保,上市公司和投资者的风险意识反而因此下降。结果亏损企业不但未被勒令退出市场,而且由于壳资源的稀缺以及政府部门的保护性的撮合,反而成为市场上兼并、收购和重组的首选对象,导致股票市场上企业股票价格与企业业绩倒挂的现象频繁出现。2001年PT水仙、PT粤金曼、PT中浩的相继退市,标志着中国股票市场退出机制开始启动。

⑤ 政府对上市公司重组的干预。上市公司中国有股占控制地位的产权结构,以及为国有企业筹资为目的的股票市场功能的定位,决定了政府必然是上市公司资产重组的主导因素,政府干预因而贯穿上市公司重组过程的始终。

政府作为上市公司的大股东,直接介入企业的重组,虽然可能有助于实现国有资产的保值和增值,促进国有经济布局的战略调整,推进产业结构的优化,但也会暴露出诸多问题,并导致市场运作机制扭曲,抑制公司控制权市场发展,降低市场效率。

4.3.4 公司治理模式比较

英美公司治理模式的特点在于股权结构相对分散,更加重视资本市场、公司控制权市场和劳动市场等外部治理机制的作用,强调通过市场竞争和价格机制形成对内部人员的综合压力而形成完善的监督机制。日德模式则在股权结构相对集中的条件下,更多地强调法人治理结构的合理安排与内控体系的完善,外部市场体系只起补充性作用。

我国公司治理模式与英美和日德在内容上和特点上都有所不同。我国公司治理模式的形成过程也就是制度建设与演进的过程。虽然我国治理结构形式上很接近日德模式,所有权集中,控股股东影响力大,但在国有企业改革中,国有股本产权主体缺位。政府把经营权下放,保留人事任命权,以期管理者行为与股东利益的

一致性。事实上却已经形成了内部人控制问题。与德日公司相比,英美公司股东分散化,对中小股东的保护较强,负债比率小分散度大,与银行的关系较弱,董事会与管理层自主性强,对管理层激励机制更有效,这些特点与公司治理模式的特点密不可分(见表 4-1)。

表 4-1

公司治理模式比较

	英美模式	德日模式	中国模式
所有权/控制权	所有权分散	所有权集中	所有权集中(国有股)
中小股东保护	强	弱	弱
监事会	无	有	有
董事会/管理层	自主性强	控股股东影响力大	控股股东影响力大
银企关系	弱、债权分散	紧密、可能是大股东	紧密、不是企业股东 ^①
管理层激励机制	强	弱	弱
资本结构	负债比例低	负债比例高	负债比例高/低 ^②
外部治理机制	敌意收购为主要方式	敌意收购案例罕见	敌意收购案例罕见

资料来源：上海证券交易所研究中心：《中国公司治理报告》，复旦大学出版社 2003 年版。有改动。

虽然因为经济、政治、历史、文化等方面的原因,各国公司治理模式有一定的差异,但随着公司治理问题的研究,世界范围内的公司治理结构正趋于同化。

目前公司治理模式向英美模式趋同的根本原因是全球资本市场的增长和一体化。资本是关键的生产要素和经济增长动力,那

① 国有企业融资结构中的债权人是国有银行,由于国企和国有银行共属国家所有,特殊的银企关系,使银行行为债权人对于企业应有的约束关系偏软,企业不能还本付息,银行也不能拍卖企业强制收回债权,再加上政府出于政绩的考虑,国有企业资不抵债而破产实际上难以实现。

② 上市公司资产负债比率低,非上市企业资产负债率偏高。

些可以一直以有利条件融资的公司能取得市场的竞争优势。为了推动资本市场的发展,建立一个高效率、有秩序的资本市场,各国市场监管当局最终将采取大致相似的指引和规则,要求公司披露对于证券定价至关重要的信息,为投资者利益提供恰当保护。一国能否吸引长期的、有耐心的国际投资者,取决于该国的公司治理能否让投资者可以信赖和接受。公司治理的好坏直接影响了投资者的投资选择和公司股票价格。英美以股东利益为基础、以盈利为导向、重视资本市场作用的模式,更适应当今全球经济环境的急剧变革和信息技术产业的飞速发展。在此背景下,以市场为导向的外部治理模式逐渐成为各国效仿的样本。公司治理模式向美国模式趋同的另一个原因来自美国经济对世界的影响。美国的资本市场是世界上最富流通性和有效性的市场之一,美国作为世界最大的跨国投资者,其公司治理模式和理念必然对其他国家产生重大的影响。为了进入资金充裕、价格低廉的美国资本市场融资,全世界许多公司采取措施满足美国证监会(SEC)有关信息披露规则,并且采取美国式的公司治理。

本书认为,国际化并不是要和“国际”一样,这里的国际几乎就是美国。所谓国际化,它其实指的是你懂不懂得国际的情况,你懂得国际运作手法,你知道如何利用哪一个方法和技巧,不是把我们的企业变成跟西方一样,而是学习西方国际上流行的那种运作方法。譬如管理者选聘与激励的方法。然后你懂得利用那个技巧,运用到我们国内企业实践中。也就是说,假定说在国际上已经有一些既有的轨道,国际化是懂得如何接轨,但轨道上的火车里头的内容是我们自己的。因此,国际化并不是要全世界都是美国的模式。我们研究和比较各国的公司治理模式的目的不是发现哪种模式适合中国,而是在于发现独特的公司治理模式形成背后复杂的经济、政治、文化、法律和制度背景,从中找出规律性的经验,来指导中国公司治理理论和实践,不是刻意地寻找所谓理想的中国

公司治理模式。因此,如何立足本国国情,借鉴国外法人治理结构的优点,实乃公司治理的重中之重。美国股市在经历了 21 世纪末的破灭之后,接二连三地爆发了安然、世通等一系列舞弊案,削弱了人们对美国基本制度包括证券市场监管、公司治理、会计准则、会计师行业的信任,引发人们对公司治理的深层次思考。证明世界统一的单一模式决不利于经济发展。公司治理是平衡各方利益的企业制度。世界各国的文化背景、经济模式、政治体制各不相同,因此公司治理模式也多种多样。但是,只要自由竞争存在,就会不可避免地导致公司治理模式在一定程度上趋向统一。不过,随着市场经济和商业活动的不断变化,公司治理的类型也会不断处在变化之中。公司治理将在这种动态平衡中不断向前发展。

我们国家企业的所有制是多种所有制并存,公司数量、规模各异,公司治理与融资结构的改革不应按照单一模式进行。对于产权和企业改革,稳步、渐进式地推进是必要的。

4.4 本章小结

研究公司治理机制和模式,笔者认为,有必要先对公司治理与公司治理结构概念加以区分,公司治理是广义的,它包含公司治理结构。公司治理结构是狭义的,公司治理结构与法人治理结构可以互换。从公司治理机制看,公司治理包括内部治理机制和外部治理机制,而法人治理结构只指内部治理机制。内部治理的基本特征是以产权为主线的内在制度安排,其治理载体就是公司本身,而外部治理则是以竞争为主线的外在制度安排,其治理载体是市场体系。虽然公司内部治理和外部治理的侧重点各有不同,但是两者的关系不仅是相互依赖、相辅相成的,而且是互动的;片面地强调任何一方面,都不能达到有效的公司治理。理想的公司治理不单纯强调法人治理结构的概念和内容,而是涉及许多具体的治

理机制。并应注意以下五方面：(1) 强调股东的权利；(2) 注意小股东利益法律保护，给股东平等的待遇；(3) 利害相关者的作用；(4) 提高信息披露的质量和透明度；(5) 董事会的责任。由此可见，其治理的理念更为广泛、深刻。在强调股东价值是公司的主要目标的同时，提高和增强其他利益相关者利益。

由于各国的经济发展水平、社会文化传统和政治法律制度的不同，经过长期的公司发展历程和企业制度的演变，表现出不同的治理结构和治理机制，由此形成不同的公司治理模式。从融资角度看，发达国家形成两种公司治理模式：一是以英美为代表的市场主导型治理模式（外部治理模式）；二是以德日为代表的银行主导型治理模式（内部治理模式）。英美模式强调股东至上，在治理机制上，主要依靠外部市场，如果股东们对公司经理不满意，常“用脚投票”。而德日两国的银行处于公司治理的核心地位。德日公司的股东监控机制是一种“主动性”或“积极性”的模式，即公司股东主要通过一个能信赖的中介组织或股东当中有行使股东权利的人或组织，通常是一家银行来代替他们控制与监督公司经理的行为，从而达到参与公司控制与监督公司的目的。我国公司治理模式某些方面和德日模式较接近，股权较集中，控股股东在公司治理中起重要作用，但因我国国有股效率低下，形成内部人控制模式。通过对典型治理模式进行分析和比较，有利于完善我国的公司治理模式。

第五章

上市公司融资结构与公司治理的实证分析

研究融资结构和公司治理关系的最基本的理论问题在于:融资结构如何影响公司治理?在企业融资结构设置中,一个非常重要的问题就是要分析和确定企业进行融资时,什么样的融资结构能够最大化地降低债权人与股东、股东与经营者两方面的代理冲突。本章将以我国上市公司为背景讨论融资方式选择、融资结构决定对公司治理的影响。在前面理论分析基础上,结合我国上市公司融资结构的特点,对我国上市公司融资结构作用于公司治理这一命题做出实证分析。

5.1 上市公司融资结构分析

中国的上市公司绝大多数都是由国有企业改制过来的,股票市场开设的最初设想是为了解决国有企业融资问题。根据我国上市公司年报财务数据,对我国上市公司融资结构的根本情况进行分析,可以发现我国上市公司的融资结构存在明显地不同于其他国家上市公司的特征。

5.1.1 平均资产负债率偏低

中国证监会要求公司在上市前资产负债率不能高于 70%,为

此上市公司在上市之初尽量将其债务剥离,获准上市后融入的股权资本又进一步降低其资产负债率。少数上市公司在持续经营的过程中,由于管理不善或净资产收益率达不到配股的要求,新的资金只能靠负债筹集。例如,据全景网络统计,截至2001年底,有10家公司的负债率在200%以上,10家在100%与200%之间,这表明已有20家公司资不抵债,ST宏业以1358%高居榜首。相比业绩较好的上市公司(以净资产收益率指标衡量)更喜欢也能够进行股权融资,表现出上市公司股权融资偏好,资产负债率普遍偏低。目前国内上市公司中,1999年年报有247家资产负债率低于30%,2000年有267家资产负债率低于30%(见表5-1)。2002年年报显示,^①有600多家公司资产负债率低于40%,400多家资产负债率在50%~70%之间,而70%以上的公司寥寥无几,说明上市公司资产负债率普遍偏低。

表 5-1

上市公司 1997~2000 年资产负债率的分布

资产负债率	1997 年(家)	1998 年(家)	1999 年(家)	2000 年(家)
0~30%	185	207	247	267
30%~50%	321	348	428	469
50%~80%	323	271	411	350
80%以上	40	47	47	47

资料来源:中国人民大学金融与证券研究所:《中国资本市场研究报告》(2003),第35页。

同样,上市公司的资产负债率低于全国企业平均水平。根据我国上市公司1998年、1999年、2000年、2001年这四年的财务报告,计算其历年的资产负债率,并和全国5000家工业生产企业的资产负债率进行比较,可以发现我国上市公司资产负债率低于全国企业的平均水平(见表5-2)。

^① 根据全景网统计资料计算得来。

表 5-2

上市公司与全国企业资产负债率比较(%)

	1998 年	1999 年	2000 年	2001 年
上市公司	50.23	52.46	53.78	50.90
全国企业	61.14	61.67	61.27	59.85

资料来源：中国人民大学金融与证券研究所：《中国资本市场研究报告》（2003），第 93 页。

显然，当企业经过股份制改造并获得上市资格后，就可以通过发行新股和后续的配股和赠股获得大量资本金，这是资产负债率降低的主要原因。例如，有“湖南第一民企”之称的三一重工 2003 年 7 月上市募集了 9 亿元，从三一重工招股说明书可以得知，公司的销售收入 9.85 亿元，而货币资金只有 4 734 万元，足以说明公司资金上的捉襟见肘。而就资产负债率来说，公司从 2000 年到 2002 年分别是 72.05%、61.52%、58.84%。而在本次股票发行成功后，资产负债率大幅下降。事实上，从它的财务数据来看，三一重工一直采用的是比较激进的经营发展思路，公司上市才极大的缓解了它的财务压力。更有甚者，还有一些上市公司几乎得了股权融资饥渴症，过度依赖股权融资，没有充分利用财务杠杆作用，资金利用效率低下。如，燕京啤酒自 1997 年 6 月上市以来，资产负债率从 1997 年初 59.13% 下降到 2000 年末的 10.85%，其中 1999 年最低，仅为 4.41%。

我国上市公司负债水平也低于海外同行，《上证联合研究计划》第四期一项课题研究发现，中国上市公司的融资结构有着不同于其他国家的特征。首先，与发达国家（美国、日本、德国、法国、意大利、英国和加拿大）和一些发展中国家（印度、巴基斯坦、土耳其）相比，中国公司长期负债和总负债水平较低，所有者权益占总资产的比例较高。可见中国上市公司与发达国家的上市公司相比往往更依赖对外融资，特别是较高水平的股权融资。2002 年

上半年末 13 个行业平均资产负债率(见表 5-3) ,与发达国家和一些发展中国家相比低 2 ~ 3 个百分点。

表 5-3

行业平均资产负债率(2002 年)

行业分类 ^①	A	B	C	D	E	F	G	H	I	J	K	L	M
平均资产负债率	39.2	30.60	47.74	39.93	54.71	36.97	49.21	61.94	91.74	73.65	38.70	42.51	63.38

资料来源 <http://www.bigsun.com.cn/data/agora/20020730/125466.html>。

5.1.2 负债结构不合理 ,长期负债偏低

负债结构是指企业负债中各种负债数量的比例关系 ,尤其是流动负债的比例 ,流动负债属于企业风险最大的融资方式 ,也是资金成本最低的筹资方式。因此 ,流动负债比例的高低 ,必然会影响企业价值。负债结构是公司融资结构的另一重要方面 ,表 5-4 对上市公司和全国 5 000 家企业的负债结构进行了比较。从表 5-4 中可以

表 5-4

上市公司和全国企业债务结构比较

单位 : %

	上市公司平均		全国企业平均	
	1998 年	1999 年	1998 年	1999 年
流动负债 / 总负债	77.38	78.89	65.92	66.72
流动负债 / 总资产	38.22	36.97	40.30	40.40

资料来源 施东晖 :《上市公司资本结构与融资行为实证研究》 ,www.studa.com/newpaper/2003-10-31/。

① 见中国证监会发布的《上市公司行业分类指引》 : A. 农、林、牧、渔业 ; B. 采掘业 ; C. 制造业 ; D. 电力、煤气及水的生产和供应业 ; E. 建筑业 ; F. 交通运输、仓储业 ; G. 信息技术业 ; H. 批发和零售贸易 ; I. 金融、保险业 ; J. 房地产业 ; K. 社会服务业 ; L. 传播与文化产业 ; M. 综合类。

发现,上市公司流动负债占负债总额的比重高达 78% 以上,约比全国企业高出 12 个百分点。因此,虽然上市公司总的资产负债率低于全国平均水平,但其流动负债对总资产的比率已和全国企业平均水平较为接近,从统计看,1999 年上市公司流动负债对总资产的比率为 36.97%,全国企业平均流动负债对总资产的比率为 40.40%。这主要是因为上市公司的净现金流量不足,所以,公司使用过量的短期债务。一般而言,短期负债占总负债一半的水平较为合理,偏高的流动负债水平将使上市公司在金融市场环境发生变化,如利率上调、银根紧缩时,资金周转将出现困难,从而增加了上市公司的信用风险和流动性风险,影响企业经营发展。

笔者选取公布 2002 年报的上市公司(剔除 ST、PT 及异常亏损公司)983 家,其中沪市交易所上市公司 601 家,平均流动负债率 86.06%;深圳交易所上市公司 382 家,平均流动负债率 81.25%。从沪、深两市平均负债率看,深圳交易所的上市公司情况相对好于沪市。另外,同 1998 年和 1999 年上市公司比较,结果较一致,并有下降趋势。

从债务来源渠道看,我国上市公司融资结构中的债务多为银行借款。这主要因为:

我国信用体系和政府的限制致使证券市场逐年萎缩,与股票融资量的差距逐渐增大。一个完整的资本市场,应该包括均衡发展的股票市场和债券市场。一般而言,企业通过发行债券所筹集的资金往往是其通过股票融资金额的 3~10 倍。以美国企业债券为例,仅 2001 年美国就有 1 200 多家企业发行了企业债券,而只有 200 多家发行股票上市。通过发行企业债券,其为企业融入的资金接近 30%,股权融资则不到 4%。并且,随着近几年来上市公司回购、注销股份时有发生,就融资功能看,股票的作用似乎渐渐地居于次要的地位。而我国债券市场的情况却与成熟资本市场正好相反。若将已上市的股票和企业债券相比较,目前我国沪、深两

市共有 1 200 余家上市公司 ,而发行公司债券的上市公司还不到 20 家 ,所占比例仅为 1.56%。公司债券融资能力明显弱于股票 ,成为制约我国金融市场发展的重要因素。

5.1.3 股权结构过度集中与不流通

我国的上市公司绝大多数是由原国有企业改制而来 ,由于改革通过渐进模式进行 ,上市公司国有股权比例过高 ,股权结构过于集中 ,国有股、法人股、定向募集法人股占上市公司总股本近 70%。据统计 ,截至 2002 年 4 月底 ,全国共有上市公司 1 124 家 ,其中发行 A 股的公司 1 102 家。第一大股东持股份额占公司总股本超过 50% 的有 890 家 ,占全部公司总数的 79.2% ,其中持股份额占公司总股本超过 75% 的有 63 家 ,占全部公司总数的 5.62%。而且第一大股东持股份额远高于第二、第三股东。大股东中国家股东和法人股东占压倒多数 ,相当一部分法人股东也是国有控股的。统计表明 ,第一股东为国家持股的公司 ,占全部公司总数的 65% ;第一股东为法人股东的 ,占全部公司总数的 31%。两者之和所占比例高达 96%。许小年和王燕(2000)对 1993 ~ 1995 年沪、深上市公司股权结构与公司效益的统计分析表明 ,国有股比例越高的公司效益越差 ,法人股比例越高的公司效益越好。

上市公司股权结构另一个特点是 ,非流通股占全部股份的三分之二 ,国家股不得与社会公众股一样在证券交易所自由流动 ,法人股则只能在法人之间进行转让。股票市场被人为地分裂为流通股与非流通股两个市场 ,由此带来了一些严重问题 :

(1) 违背了市场的公平原则。国有股和法人股两类股票被阻滞在一级市场 ,不能在证券交易所自由出让 ,本应统一的市场被分割成为两个市场 :不流通的国有股、法人股市场和流通股市场。在这两个市场中 ,不同投资者的每股出资额不同 ,股票价格也不同 ,自然无公平可言。

(2) 破坏了市场机制,市场配置资源的效率下降。现有以圈钱为目的发行的股票,可以说几乎没有投资价值。1996~2000年的5年中,沪、深两市的平均市盈率分别高达148和118,流通股换手率则分别达到515%和558%。由此可见,中国股市已经成为世界上独一无二的超强投机市场。

(3) 产生大量腐败现象。股票市场已经蜕变为最好的“圈钱”场所,无论企业业绩如何,只要能获得上市机会即可获取大量资金,这样的掠夺机制必然会刺激无数的企业不惜代价地争取上市。受各种复杂的利益关系左右,地方政府也在这一过程中不遗余力地支持本地企业。这种行政权力与市场需求的结合必然会产生大量设租、寻租现象,使股票市场成为权钱交易的场所。这种公然的剥夺行为不仅削弱了投资者信心,破坏了市场秩序,而且造成严重的社会不公平。国有大股东和大机构通过操纵市场获得的高溢价收入并没有真正用于促进企业发展,而是在很大程度上成为企业经营者应对经营不善的工具。

5.2 上市公司治理问题

中国大中型企业的一个特点就是国有制和国有控股企业占的比例相当高,一部分国有企业改制上市后仍处于一股独大的状况,而且中国证券市场还是一个新兴市场,上市公司治理机制的健全和完善还只是刚刚起步。因此,上市公司治理不可避免地还存在着诸多问题。

5.2.1 上市公司股权的代理成本高

我国上市公司上市后流通在外的股份约占公司总股本的35%,政府仍然握有绝对的控制权。这种股权结构会对上市公司的公司治理产生极大的影响,其中最大的问题在于代理关系中的

代理问题,即上市公司极易产生道德风险。Jensen & Meckling (1976)预测,如果公司管理层的所有权越高,则代理成本会越低。从理论上而言,由于政府部门持有绝大多数的股权,如果上市公司由政府部门经营,则代理成本偏低,道德危险的成本也会降低。但是,由于上市公司的经营阶层由政府部门指派,且上市公司经营阶层具有行政级别的“官员”身份,其薪酬与激励制度的设计不良,所以,这种复代理关系将所有风险移转给政府部门,如此将产生比单纯代理关系更高的代理成本。

在上市公司的股权结构中,由于流通股未超过一半,因而无法通过市场的投资者对公司的营运进行监管,产生适当的市场机制;公司内部的董事会结构也无法对公司的管理产生有效率的监管。在实际市场中,公司管理当局滥用经营权与内线消息,投资者与投资者间的信息不对称远比其他国家严重。这种股市容易成为炒家的天堂。分析上市公司股权结构有关的统计资料汇总如表 5-5 所示。截至 2000 年底,上市公司股份结构为:尚未流通股 2 437.43 亿股,占上市公司总股本的 64.28%。其中,国家股达 1 475.13 亿股,各类法人股 902.96 亿股,内部职工股及其他 48.94 亿股;已流通股 1 354.27 亿股,占上市公司总股本的 35.72%,其中 A 股 821.89 亿股, B 股 131.92 亿股, H 股 124.54 亿股。

表 5-5

沪、深全部上市公司股份结构表

	1998 年底	1999 年底	2000 年底	2001 年底	2002 年底
一、非流通股份					
国家拥有股份	865.51	1 116.07	1 475.13	2 410.61	2 773.43
境内法人持有股份	528.06	590.51	642.54	663.17	664.51
外资法人持有股份	35.77	40.51	46.20	45.80	53.26
募集法人股	152.64	190.10	214.20	245.25	299.70

(续表)

	1998 年底	1999 年底	2000 年底	2001 年底	2002 年底
内部职工股	51.70	36.71	24.29	23.75	15.62
其他	31.47	33.20	35.07	16.28	32.02
尚未流通股份合计	1 664.84	2 007.10	2 437.43	3 404.86	3 838.54
二、已流通股份					
1. 境内上市人民币普通股(A)	608.03	813.18	1 078.16	1 318.13	1 509.22
2. 境内上市外资股(B)	133.96	141.92	151.56	163.10	167.61
3. 境外上市外资股(H)	119.95	124.54	124.54	331.94	360.07
已流通股份合计	861.94	1 079.64	1 354.27	1 813.17	2 036.90
股份总数	2 526.79	3 086.74	3 791.70	5 218.01	5 875.44

资料来源：中国证监会：《中国证券期货统计年鉴》(2003)。

如表 5-5 的结果所述，上市公司流通在外的股份仅约占总股份的三分之一，且由于上市公司大多为国有企业，所以国家几乎掌握了大部分的上市公司。上市公司的经营阶层主要由主管的地方政府指派。在这种法人治理结构中，从代理理论的角度而言，极易产生内部与外部的道德危险。

一是上市公司国有股“一股独大”成为道德危险的主要来源。因为早期中国上市公司的审批权在地方证管办，中央则具有配额分配权，地方政府为了增加上市公司的数量，常常会把上市公司的配额切碎。此外，中国内地主管地方政府可能是为了继续掌控上市公司的营运，也可能是为了控制公司流通在外的筹码，所以迄今每家上市公司流通在外的股权均未超过 35%。易言之，中国上市公司的所有权与经营权并未分离，绝对性的所有权仍然掌握在政府手中。这种绝对所有权掌握在政府部门的股权结构，极易造成公司内部管理的贪污浪费。公司管理当局与投资者间的信息不对称，也就是公司管理当局会利用信息优势，进行类似内线交易的不当炒股行为。公司高层主管由地方政府主管指派，易使公司管理

阶层会与地方政府官员进行官商勾结,以达到稳坐公司高位的目的。股市中投资者与投资者间的信息不对称也会相对较严重,某些投资者会利用与上市公司间的关系坐庄,进行对散户投资者不利的投资行为,造成不当得利。

二是散户投资者所占的比例过高,机构投资者少,间接鼓励上市公司道德危险的发生。根据统计数字,截至2000年底,中国的共同基金规模约800亿元人民币(全部是封闭型基金)。由于市场并没有开放外资法人投资A股,也尚未开放融资融券信用交易,投资者结构中主要只有散户投资者参与股市交易。在这种市场设计下,散户投资者把证券市场当作实现发财梦的场所。信息地位最劣势的投资者是散户投资者。在散户投资者间,由于经济发展程度的不同,从信息经济学的角度而言,经济发展程度越高地区的人,或较富有的人,其起始财富(initial endowments)较高,因此可以忍受风险的程度较高,信息及资金优越程度因此也会较高。在这种情况下,经济发展程度较高地区人的信息优越地位会高于经济发展较差地区,例如兰州证券黑市诈骗案的发生就属于这种情况。据此,从信息的角度排序,信息优越程度大致可排序如下:(1)国家企业上市公司经营阶层;(2)机构投资者;(3)经济发达地区散户投资者;(4)经济不发达地区散户投资者。

5.2.2 独立董事地位有待提升

非执行董事(non-executive director)、外部董事(outside director)和独立董事(independent director)经常被或多或少交叉使用。第一种,使用范围较宽,比较通俗,容易与执行董事相区别。执行董事有管理责任,是专职的雇员,而非执行董事没有日常的行政职务,不是公司的雇员。但此说法多少有些否定、消极的味道,因为在法律上执行董事和非执行董事是平等的,一旦公司陷入法律纠纷,非执行董事不能以我不知道发生了什么事为借口,因为法律期

望也要求非执行董事掌握充分信息的。第二种 ,在美国比较常见 ,含义和非执行董事相同。最后一种说法 ,被越来越多地使用 ,主要是因为独立的理念体现出这一角色的最基本的特质。此次证监会《关于上市公司设立独立董事制度的指导意见》对独立董事下了如下的定义 :“ 上市公司独立董事是指不在公司担任除董事外的其他职务 ,并与其所受聘的上市公司及其主要股东不存在可能妨碍其进行独立客观判断的关系的董事。”^①充分强调了独立董事的独立性 ,并指出独立董事现在或过去不是公司雇员 ,与管理者没有实质的商业和家庭裙带关系 ,与企业也没有潜在的商业关系。“ 不受上市公司主要股东、实际控制人 ,或者其他与上市公司存在利害关系的单位或个人的影响 ”。维护公司整体利益 ,尤其要关注中小股东的合法权益不受损害。

为进一步完善上市公司治理结构 ,提升上市公司质量 ,证监会要求在上董事会成员中应当至少包括 2 名独立董事。但在中国独立董事目前大部分仍然处在一种“ 顾问 ”性质 ,很难真正保护全体股东利益 ,特别是中小股东的利益。笔者认为 ,独立非执行董事是公司治理良好的关键 ,独立董事具有独立、坦诚和勤勉的品格是非常重要的 ,他们担负着保护小股东利益、逐步解决内部人控制问题、确保公司信息披露及时准确的责任。

5.2.3 上市公司外部治理机制滞后

一是在资本市场上。首先 ,公司控制权市场发展严重滞后 ,非流通股的协议转让成为公司控制权转移的主要途径 ,这就加剧了公司并购过程中收购者与公众股东之间的利益差异 ,收购者往往借助并购进行市场操纵和内幕交易。其次 ,债权人治理机制极不完善。公司的破产清算通常由作为公司大股东的政府机构主导 ,

^① 证监会 :《上市公司建立独立的外部董事(以下简称独立董事)制度》的通知。

而不是由债权人主导,债权人的约束被软化,难以有效地产生作用。此外,一股独大和大部分股票不流通,使得公众投资者难以对上市公司的运作与发展决策产生实质性的影响。^①

二是市场监管力度不足。首先,中国证监会是中国证券市场的主管机关。中国证监会于1992年10月成立,可是,由于许多管制工作,例如新上市公司的选择与初步批准的权责,均由地方证管办负责与审批,中国证监会在1998年4月才像全球其他国家证券市场一样,将地方证管办及证交所的管理权收归中央,由中国证监会负责,中国证监会从此直属国务院办公厅。从上述这些情况可知,中国证监会职权统一的时间并不很长,中国证监会管理经验仍显不足。其次,证券市场的中介机构仅开始发展。中国证券中介机构包括证券结算公司、证券公司、证券营业部、会计师事务所、律师事务所、资产评估机构、证券评级机构与证券投资咨询机构、投信共同基金等。证券公司与证券营业部主要从事证券经纪与自营业务。证券商的主要业务包括经纪、自营、承销等,其中以经纪及承销部门最为发达。会计师事务所、律师事务所、资产评估机构有待发展,信息中介机构不发达,使财务信息使用功能也不发达,信息效率性更是不足。最后,在经理人市场上,目前中国上市公司尚未建立以市场为基础的制度化的公司管理层筛选机制,从而导致公司管理资源的配置缺乏效率。

5.3 上市公司融资结构对代理成本的影响分析

理论研究表明,企业的融资结构与企业的法人治理结构密切相关,公司治理好的企业其代理成本应该是低的,因为在不同融资

^① 证监会:《上市公司建立独立的外部董事(以下简称独立董事)制度》的通知。

结构下,委托人对代理人行为承担的风险和收益是不同的。按照这一研究假设,下面对我国上市公司融资结构与代理成本进行相关性分析。

5.3.1 样本和方法

本书的研究样本随机取自上海和深圳两个股票交易所 1999 年至 2001 年年报公布非金融保险行业的上市公司 211 家。^① 原始财务数据来源于中国证监会网址公布的上市公司年报,股权结构和董事会大小等数据来源于“胜龙财务分析软件”。

5.3.1.1 样本的统计描述

在实证分析中,我们用到了以下变量:总资产周转率、净资产收益率、资产负债率、外部第一大股东和前 5 个股东的持股比例、公司大小(营业收入的对数)和董事会的大小。

总资产周转率平均数略有上升,即从 1999 年的 0.5335 升到 2001 年的 0.5634。净资产收益率呈明显下降趋势,1999 年为 11.42%,2000 年为 9.98%,到了 2001 年降到 7.25%。资产负债率的变化不明显。第一大股东和前 5 大股东合并数据(panel data)比较,存在绝对的“一股独大”。营业收入平均数显示逐年增加。董事会人数各年变化较小。管理者持股合并平均数为 0.03%,从 3 年平均数看,均低于 0.05%,并有下降趋势。管理者持股比例过低,不存在通过增加管理者持股比例降低股东的代理成本的可能性。在本书中忽略了管理者持股比例这一因素。

5.3.1.2 研究方法与变量

本书对融资结构和代理成本分别选取典型代表性指标,运用多元回归分析方法找出两者之间的关系。公司治理的目标是降低代

^① 2001 年末共有上市公司 1160 家为总体,剔除 43 家 ST 公司和 8 家 PT 公司后,按 20% 比例随机选取为样本,减去 11 家 99 年以后上市的公司。

理成本,使经理层保证股东的利益和公司的效益最大化。

因变量是代理成本:

公司治理的目标是降低代理成本,使经理层保证股东的利益和公司的利润最大化。本书从营运能力和盈利能力两个方面反映公司治理水平,用总资产周转率和净资产收益率(ROE)来衡量股权的代理成本。

因为总资产周转率是企业销售收入净额与资产总额的比率,它表明了企业管理人员运用全部资金的能力。企业总资产周转的速度越快,表明企业资金利用效率越高,企业管理者的经营能力越强,股权的代理成本越低;选用净资产收益率(ROE)作为衡量代理成本的另一指标,是因为这项指标反映的是股东的真正收益,并且受市场重视程度高。^①因此,ROE越高,代理成本越低。本书也试图用期间费用(此更贴近于管理者可控支出)和销售成本来从相反方向来衡量代理成本,但结果显示没有相关性。

自变量分为三类:

第一类反映资本结构的指标用资产负债率来衡量(leverage)。

第二类股权集中程度指标,分别用第一大股东和前5大股东所持股本占总股本比例(conc)来衡量。

第三类控制变量,包括董事会大小(board)、公司大小(fsize)及行业(dum)。^②

5.3.2 实证结果

产收益率(ROE)衡量代理成本,使用最小平方(OLS)法回归

^① 上市公司增发和配股都有最近3个会计年度加权平均净资产收益率平均不低于10%和6%的限制。

^② 董事会大小用董事会人数衡量;公司大小用年营业收入的自然对数衡量;证券市场将上市公司分为13个行业,剔除金融保险行业。这里用了11个虚拟变量在多元回归方程中。

分析的结果。

5.3.2.1 总资产周转率衡量代理成本

表 5-7 中行 1 和行 2 ,因变量为总资产周转率的回归结果。自变量有 3 类 :融资结构、股权集中程度和控制变量(董事会大小、公司大小和行业)。从回归结果看 ,在资产负债率和资产周转率的相关系数是正时 ,其显著性程度优于 1% 水平 ,这证明有较高资产负债率的公司资产利用效率高。我们发现第一大股东和前 5 大股东持股比例与公司总资产周转率无关 ,这说明控股股东并不真正关心企业的资产效率 ,这一结果与 Singh et al(2001)的发现相同。他们研究的样本为美国大公司 ,发现代理成本用总资产周转率衡量时 ,外部大股东的持股比例与代理成本无关。在控制变量中 ,董事会的大小与总资产周转率的相关系数是负的 ,显著性程度在 5% 水平上 ,说明董事会的效率是差的。目前 ,上市公司董事会中有国家背景的董事占绝对优势 ,平均占董事人数的 75.5%。加之董事们持股过低(见表 5-6 ,管理者持股) ,导致管理层从属于控股股东 ,公司的决策演变为大股东行为。这就不可避免地会出现大股东为自己的私利而损害小股东利益的现象。

5.3.2.2 净资产收益率衡量代理成本

表 5-7 行 3 和行 4 ,因变量为 ROE 的回归结果。解释变量还是资产负债率、股权集中程度及控制变量(董事会大小、公司大小和行业)。正如我们期望的一样 ,财务杠杆与净资产收益率(ROE)之间为正相关 ,显著性水平优于 1%。其结果与代理成本用总资产周转率衡量的回归结果相同 ,有较高负债的公司 ROE 较高。前 5 大股东与 ROE 正相关 ,显著性水平在 10% 水平上。这一结果说明 ,控股股东相对于企业资产效率 ,还是比较关心企业的盈利水平。这有可能是因为上市公司为了达到再融资目的 ,因为增发和配股都对 ROE 有要求。行 4 ,董事会与 ROE 的相关系数为负 ,显著性水平为 1%。另外 ,公司大小与 ROE 无关。

5.3.3 解决潜在的内生性问题

解决内生变量问题:由于财务杠杆作为用来增加股东收益的一种设计,通过适当增加资产负债率,可以提高企业净资产收益率。从公司治理的角度看,债务的使用减少了经理人可自由使用的现金流,减少经理人的代理成本(Jensen,1986)。同时,债务也可以作为企业拥有项目质量的一种信号,减少股东与债权人之间的代理成本,提高项目的效益。但如果我们进一步将引入杠杆后所可能导致的股东收益的变异看成股东收益风险的增加,那它在增加股东预期收益的同时也增加了其收益的风险。另外,债权人与股东之间的代理关系也影响融资结构的确定。正如詹森和麦克林(Jensen & Meckling,1976)所指出的:股权人可以从事各种高风险的项目而损害债权人的利益,因为高风险的项目可能导致项目失败,这时债权人得不到应有的偿还。为此,对风险项目往往要求股权人提供债务抵押,或在契约中规定特殊限定条款等,增大了债务的融资成本。因此,从公司治理角度出发,这一代理关系同样影响了融资结构。代理成本和融资结构为内生变量,这种相依的关系,需要联立方程组。股权集中程度是外生变量,因为影响资本结构的因素不只代理成本,股东价值的增加也同样影响融资结构,因为这一信号使股价提高,企业可以从资本市场上获得资金。这里用 val 衡量股权价值的成长,等于年末普通股市场价值除以普通股的账面价值(Leech & Leahy,1991)。由于 ROE 和 leverage(资产负债率)均为内生变量,股权集中程度是外生变量,故此联立方程组系统是完整方程组。在估计方法上采用两阶段最小二乘法(2SLS)。即:

$$ROE = \beta_0 + \beta_1 leverage + \beta_2 conc + \beta_3 board + \beta_4 fsize + \beta_j dum_j \quad (1)$$

$$leverage = \beta_5 + \beta_6 conc + \beta_7 ROE + \beta_8 val \quad (2)$$

模型中,代理成本是因变量,使用净资产收益率(ROE)来衡量,因为这项指标反映的是股东的真正收益,受市场重视程度高。例如,上市公司增发和配股都有最近3个会计年度加权平均净资产收益率平均不低于10%和6%的限制。因此ROE越高,代理成本越低。

在表5-8中,方程(1)和方程(2),是净资产收益率和资产负债率的回归结果,分别包括3个1999年、2000年、2001年的截面数据的回归结果;在2个合并数据的回归中,前一个未包括控制变量。

方程(1)从截面(cross-sectional data)和合并(panel data)的5个回归结果看,资产负债率与ROE是正相关,并且显著性程度在1%水平上。这一结果支持Jensen(1986)的债务监督假设。这一假设被Harris and Raviv(1990)、Stulz(1990)、Maloney et al.(1993)和Gul and Tsui(1998)得到验证:较高使用杠杆的上市公司比那些资产最初通过股权融资受监督程度要好。沈艺峰、田静(1999)的研究也表明,上市公司权益成本明显高于债务成本。据全景网络数据中心统计,1991~2001年各年上市公司的平均资产负债率呈现出明显的下降趋势,这表明上市公司的偿债能力和抗风险能力在稳步提高。本书的研究结果说明上市公司可以根据企业的自身实际情况,考虑是否可以通过扩大负债降低权益融资,从而降低企业平均资金成本,提高企业效益。

股权集中程度用第一大股东和前5个大股东的回归结果是一致的,这与国家股一股独大有关。方程(1)的所有结果显示它们两个与ROE是正的、显著性水平在1%水平上。这一结果支持Shleifer & Vishny(1986)、Yafeh & Yosha(1996)、Denis & Serano(1996)的观点,大股东在公司治理中扮演积极角色。但我们也发现在方程(2),股权结构的集中对资产负债率的影响的所有回归结果相关系数都是负的,虽然,只有2001年和合并的两

个回归结果重要性水平是显著的。这说明大股东在再融资方面更倾向于股权融资,它主要是政策性影响的结果,中国上市公司增发新股始于1998年,2001年3月,随着《上市公司新股发行管理办法》的发布,尤其关于增发的政策规定,为新股发行市场化的全面推行打下了基础。然而,这一政策在中国证券市场从计划经济走向市场经济的特殊阶段和特定过程中,由于法人治理结构不完善,已经导致增发演变为大股东的过度“圈钱”行为。因此,控股大股东更关心的是自己的私利,而损害小股东的利益。

董事会的大小与代理成本负相关。从截面回归结果的系数看,董事会大小与代理成本并没有显著的相关关系,但合并回归结果相关系数显著性在1%水平上。

公司大小与ROE的所有结果相关系数在1%重要性水平上,这表明大公司处理代理问题要更有效率。在方程(2)中,ROE与资产负债率依然是正的显著性程度在1%或5%水平。股权的市场价值与账面价值比与资产负债率的相关性不显著。行业与代理成本的关系,在竞争性的行业与代理成本具有相关性。

5.3.4 实证结论

资本结构的选择决定着企业治理模式的选择。企业的融资结构影响管理者、股东、债权人之间的代理成本。在成熟的市场上,有很多致力于代理成本的研究,但在新兴的中国市场上,研究此问题的并不多。在有限的研究中,晏艳阳(2001)分析了我国上市公司资本结构与代理成本相互关系问题,但没有进行实证分析。本书提供了这方面的证据,结果显示:

(1) 较高的资产负债率的上市公司有较高净自资产收益率,相关系数在1%显著性水平上。这一发现支持Williams(1988)的理论,额外债务能减少代理成本。

(2) 本书的研究结果还显示,控股大股东在公司治理中起积极作用,但并未真正解决代理问题。因为公司治理问题造成“重筹资,轻使用”的情形,也就是上市公司多在股市中筹集资金,但是不知如何有效使用所筹集的资金,造成过多自由现金流量。这种情形不但形成公司绩效不佳,也易造成公司内部道德危险问题,同时进一步损害了小股东的利益。或更确切地说,是非流通的国有股股东侵害公众股股东利益。也就是说,一方面,国有股权一定程度的高度的集中,有利于公司价值增加;另一方面,由于国有股的不流通,造成同股不同权的现象。由此,解决问题的关键是国有股的流通问题,而不是简单的减持就能奏效的。

(3) 政策对上市公司融资和治理行为的影响大,在 2001 年合并两个回归结果重要性水平是显著的,这主要是政策性影响的结果,中国上市公司增发新股始于 1998 年,2001 年 3 月,随着《上市公司新股发行管理办法》的发布,尤其关于增发的政策规定,为新股发行市场化的全面推行打下了基础。需要有关股市的实质性利好政策的陆续出台,为资本市场稳定发展营造良好环境。

(4) 董事会的大小与代理成本负相关,说明董事会独立性不够。由于股权的高度集中,公众股东的分散,董事会由大股东掌握或由内部人控制,比较难以形成独立的董事会来保证健全的经营、决策机制。另外,外部董事制度刚刚起步,作用还有限。

从分析结果得出结论:在企业融资方面,应扩大直接融资,特别是企业债券融资,更大程度地发挥资本市场在资源配置中的基础性作用。股权结构调整、国有股的流通,是不可回避的改革焦点。目前沪、深两市国有股的市值超过沪、深两市总市值的 60%。如果这些国有股全部流通,对于现有的流通股规模只有其一半左右的市场来说,无疑将会产生很大的压力。但是,国有股的逐步退出可以改变国有股一家独有的产权结构,实现投资主体多元化,使

资源在市场力量下得到有效配置 ,这样 ,上市公司才能健康发展 ,市场经济才能从中受益 ,广大投资者的根本利益才能得到保障 ,资本市场才能更有效地发挥功能。

5.4 本章小结

本章选取 1999 ~ 2001 年 211 家非金融行业上市公司的有关资料 ,详细分析我国上市公司融资结构对公司治理的影响。通过研究有两个发现 : (1) 有较高负债率的公司资产周转率和净资产收益率较高 ,这说明增加债务融资比例 ,可以降低股权的代理成本 ,有助于减少股东的利益向经理人转移。(2) 股权集中程度和企业的绩效不显著相关 ,控股大股东尤其是第一大股东 ,未积极关心企业的资产效率提高和致力于公司代理成本的降低。实证结果还显示大股东(非流通股)维护自己的私利 ,操纵公司 ,损害公众股东的利益。股权结构调整、国有股的流通 ,是不可回避的改革焦点。

案例一 国内最大规模的股份回购 案例——申能股份

申能(集团)有限公司的前身是申能电力开发公司。申能电力开发公司于 1987 年 12 月成立 ,其主要职责是在上海市政府领导下 ,负责统筹、融通和滚动使用上海市集资办电资金。1992 年 ,申能电力开发公司改制为申能股份有限公司(以下简称“申能股份”) ,向社会公开发行股票 ,并于 1993 年上市。申能股份是全国电力能源行业第一家股份制上市公司 ,也是当时全国股本规模最大的上市公司。1996 年 5 月 ,经上海市人民政府批准 ,以申能股份国有股部分为基础组建成立申能(集团)有限公司。作为市属

国有独资公司和本市电力、能源行业投资主体 ,申能集团是以资产为纽带 ,电力、能源开发经营为主业的大型集团公司。

申能集团坚持以电力、天然气的投资与经营管理为主业 ,通过有效资本运作、拓展投资领域、规范项目公司、加强内部管理等手段 ,努力提高经济效益 ,在资产规模、产业结构、经营方式等方面取得了全面发展 ,实现了经济效益和社会效益双丰收。

自成立以来 ,公司规模不断扩大。1987 年成立申能电力开发公司时 ,资产仅为 4.68 亿元 ,到 2002 年底已发展成为总资产 215.52 亿元、净资产 128.10 亿元的大型企业集团 ,并名列全国 500 强。其主要经济指标如表 5-9 所示。

表 5-9

1996 ~ 2002 年申能股份主要经济指标

单位 : 亿元

年 份	总 资 产	净 资 产	净 利 润
1996	103.69	64.23	4.3403
1997	113.14	74.55	6.4755
1998	127.64	92.13	6.8239
1999	154.36	98.51	5.5755
2000	170.95	106.64	8.9099
2001	174.88	109.42	10.1387
2002	215.32	128.10	7.8061

资料来源 :申能股份公司的财务报告。

1. 股份回购背景

1999 年 10 月 19 日 ,申能股份有限公司董事会发布公告 ,申能股份有限公司以协议回购方式向国有法人股股东申能(集团)有限公司回购并注销股份 10 亿股国有法人股 ,公司总股本由此变更为 16.33 亿股 ,其中社会公众股为 2.51 亿股 ,占总股本的 15.73% ,达到《公司法》的要求。

(1) 申能股份的股票于 1993 年 4 月 16 日在上海证券交易所上市,经营状况良好,财务结构稳健。申能股份 1999 年 1~6 月、1998 年、1997 年、1996 年净资产收益率分别为 6.45%、12.68%、15.99%、12.26%,每股收益分别为 0.1641 元、0.3074 元、0.3072 元、0.2118 元,盈利能力较佳且比较稳定。至 1999 年 6 月 30 日,总资产为 110.23 亿元,资产负债率为 38.99%,流动负债占总资产的比例为 6.98%,财务结构稳健。

(2) 资产变现能力强,自有资金充足。1999 年 1~6 月、1998 年、1997 年、1996 年流动比率分别为 5.216、4.209、4.303、3.439,速动比率分别为 5.211、4.206、4.299、3.425,资产流动性好,变现能力强;至 1999 年 6 月 30 日,申能股份流动资产总额 40.16 亿元,其中主要是货币资金和短期投资,为 38.21 亿元,占流动资产总额的 95.14%,有充足的自有资金进行股份回购。

(3) 股权结构不合理,资产负债率较低。申能股份回购前的股本结构中,国有法人股占总股本的 80.25%,社会公众股占总股本的 9.53%,社会公众股的股权比例不符合《公司法》152 条的规定:“公司股本总额超过 4 亿元的,向社会公开发行股份的比例为 15%以上。”股权结构不规范,股权过于集中,不利于上市公司建立科学的法人治理结构和规范运作,也不利于股份制优势的充分发挥。因此,申能股份拟通过回购部分国有法人股来规范公司的股本结构,使之符合《公司法》的要求。

此外,随着电力需求矛盾的缓解,电力开发项目减少,目前公司经营稳定,有充足的现金流量,资产负债率较低,未能充分发挥财务杠杆的作用,因此,适当回购部分国有法人股有其必要性。股份回购方案的实施,将提高公司每股盈利,提升市场价值,更好地维护股东的权益和为股东谋求利益最大化,有利于申能股份在证券市场上树立良好的企业形象和充分、有效地利用各种资源。

2. 股份回购的有关事项

(1) 股份回购的数量和比例。股份回购申能股份拟向国有法人股股东申能(集团)有限公司回购 10 亿股国有法人股 ,占申能股份股份总数的 37.98%。

(2) 股份回购价格。股份回购以经大华会计师事务所有限公司审计确认的截至 1999 年 6 月 30 日的调整后每股净资产值 2.51 元作为股份回购价格。

(3) 股份回购支付资金的总额、来源和方式。股份回购需要资金量为 25.1 亿元 ,全部使用自有资金支付。资金来源为自有货币资金和短期投资变现。采用现金支付方式。

(4) 股份回购方式。股份回购申能股份采用协议方式向申能集团进行比例股份的回购。

(5) 股份回购期限。股份回购的期限为经审核的股份回购文件公告后的 15 个交易日内。

(6) 其他事项。股份回购依据有关法律法规和申能股份公司章程的规定 ,回购方案的制定遵循了“三公原则”。确定以公平、公正、不侵害各股东合法权益为原则。

3. 股份回购后的效果

回购完成后 ,申能股份相应减少注册资本并进行了变更注册登记 ,申能股份的资产、负债、权益由存续的申能股份有限公司承继。国有股回购后的股权结构变动如表 5-10 所示。

表 5-10

股份回购前后股权结构变动表

申 能 股 份	回 购 前	回 购 后	变 动 率(%)
总股本(万股)	263 309	163 309	- 37.97%
国家股比例(%)	80.25	68.16	- 15.06
公众股比例(%)	9.53	15.37	61.28
净资产收益率(%)	12.90	14.63	13.41

A 股市价(元)	11.22	13.14	17.11
----------	-------	-------	-------

资料来源 <http://www.hollyhigh.cn/hollylib/view.php?newsid=567>。

以 1999 年 6 月 30 日申能股份的主要财务指标模拟 ,股份回购前后申能股份的财务状况对比如表 5-11 所示。

表 5-11

回购前后申能股份的财务状况

项 目	回 购 前	回 购 后
资产总额(万元)	1 102 329.34	851 329.34
负债总额(万元)	429 804.36	429 804.36
股东权益(万元)	669 502.25	418 502.25
净利润(万元)	43 206.55	43 206.55
每股收益(元/股)	0.1641	0.2646
每股净资产(元/股)	2.51	2.51
净资产收益率(%)	6.45	10.32
资产负债率(%)	38.99	50.49

资料来源 <http://www.shenergy.com.cn/NEW/jt/jt-4.htm>。

(1) 近几年 ,申能股份的效益稳步增长 ,电力投资有着稳定的收益来源 ,股份回购建立在良好的财务状况基础之上 ,且全部使用自有资金 ,不影响正常生产经营所需资金。股份回购实施后 ,申能股份已有的所有创利项目仍然全部保留在公司 ,具有稳定的收益 ,在建项目吴泾热电厂八期工程和天荒坪抽水蓄能电站、外高桥电厂二期工程、东海油气田项目全部建成达产后 ,申能股份的盈利能力将进一步增强 ,为股东带来稳定长期的丰厚回报。

(2) 股份回购后 ,申能股份的净资产将减少 25.1 亿元 ,资产负债率将因此相应提高到 50.49% ,财务结构比较合理。1999 年 6 月 30 日公司负债总额 429 804.36 万元 ,在债务结构中长期负债为 352 809.37 万元 ,占 82.09% ,流动负债为 76 994.98 万元 ,占

17.91% (主要是应付股利和 1 年内到期的长期负债)。长期负债中长期借款 99 585.16 万元,主要为银行担保借款,分七期偿还;长期应付款 253 224.22 万元,主要为申能集团国有股扩股准备金 202 662.24 万元及世界银行项目转贷款 25 265.94 万元,国有股扩股准备金主要用于申能股份增资扩股时申能集团认购股份,这种长期债务结构比较稳定,还款压力较小。股份回购后,申能股份货币资金和可变现短期投资约有 13 亿元,加上回购资金的回流和每年经营活动产生的现金流入,有充足的现金流偿还债务,股份回购后申能股份仍具有很强的偿债能力,财务指标趋于合理。回购前,以 1999 年中期报表为例,公司的流动比率为 5.22,回购后降为 1.95;回购前速动比率为 5.21,回购后下降到 1.94,两者均较先前趋于合理,负债比率由回购前的 38.99% 上升到 50.5%,股东权益比率由回购前的 60.74% 上升到 78.64%。由于总股本减少 10 亿股,总资产减少 25.1 亿元,公司总收益没变。由财务杠杆效应理论 $R(E) = R(A) + D/E \times (R(A) - R(D))$ 可知,由于 $R(A)$ 上升, D 、 $R(D)$ 不变, E 减少,从而回购后的财务杠杆效应更加明显。

(3) 股份回购完成后,申能股份的股本结构将达到规范,符合《公司法》的规定,同时,国有法人股股东控股比例由原来的 80.25% 下降到 68.16%,公司的法人治理结构和决策机制将得到进一步完善,并且使公司的股价上升,提高了公司再次配售新股的能力。由于总股本减少 10 亿股,公司 1999 年中期的每股收益由 0.11 元上升到 0.17 元,调整后可以上升到 0.2646 元,使公司的每股市值有一定程度的上升,有利于公司后期新股的配售,并将减轻公司前期因国有股所占比例较高而配售困难的压力。

(4) 股份回购后,申能集团的实力得到进一步增强,这对于申能股份、申能集团的发展以及中小股东都将具有长远的意义。申能集团要以出售股份所获得的部分现金用于收购申能股份的非经营性资产和继续支持申能股份投资吴泾热电厂八期工程、外高桥

电厂二期工程等重大基础设施项目,进一步提高股份公司的资产质量,这将为申能股份的长远发展奠定良好的基础,为广大股东提供更为丰厚的投资回报,提升申能股份在上市公司中的绩优股地位。

4. 回购带来的弊端

纵然申能股份公司回购国有法人股有其重大的意义和作用,但在目前的市场状况下,仍存在一些不利的因素。

(1) 公司内部存在关联交易,会给国家的利益带来损失。申能股份公司回购申能集团公司 10 亿股国有股,但回购后,申能集团公司又出资购买申能股份公司的非经营性资产,这里面资金的进出、事件的发生均在一个集团公司内部进行,存在着申能股份公司考虑以其非经营资产置换集团公司股权的可能性,如此一来,虽然申能股份公司受益不少,但国有资产却受到了较大的损失,结果是用占申能股份 37.9% 的股权换取其非经营资产,受损失的是国家的利益,因为将出让的资金去购置非经营资产的报酬率肯定不会高于申能经营性资产的报酬率。

(2) 回购资金存在着一定的机会成本。虽然目前申能股份公司的资金状况较好,但 25.1 亿元资金毕竟占其流动资金的 62.5%,如果申能集团公司不考虑其购买申能股份公司的非经营资产,那么 25.1 亿元资金对申能股份公司来说也是个不小的数目,存在着一定的机会成本。从国有股方面来看,如果不进行此次活动,按申能股份公司目前的经营状况,每年的收益会稳定增加,回购后,其损失的投资收益,按戈登模型 $R(E) = D/P + g$ 来看,按 1998 年的分配方案,以每 10 股派 2 元不变,以每股 2.51 元计算,其资本成本为 7.9%,这对国有股来说是一个不小的损失。

综上所述,虽然申能股份公司回购其国有法人股有以上正负两方面的效果,但它的意义是巨大的,对解决呼吁多年的国有股问题是一个创新,值得认真研究和借鉴,对于不利之处,可采取一定

的措施予以控制。通过研究和借鉴,最终为我国全面解决国有股的问题、真正发挥股份制的作用找出一条切实可行的办法来。

案例二 国有股配售试点案例 ——黔轮胎和中国嘉陵

中国嘉陵工业股份有限公司(集团),1979年军转民开发生产摩托车,1995年10月在上海交易所上市。其主导产品有军工产品、民品“嘉陵”系列摩托车、助动车及其发动机,兼有汽车、农用机械、光学产品、体育及民用猎枪弹等产品,兼营外贸、房地产、酒店、商贸等领域。集团拥有全资、控股、参股子公司30多家,协作企业300余家,形成了“以车为主、多元经营”的发展格局,是中国兵器行业和摩托车行业最大的企业集团。

贵州轮胎股份有限公司前身为贵州轮胎厂,1958年建厂,1965年由上海大中华内迁扩建,1996年改制为上市公司,简称“黔轮胎”。它是我国重点轮胎制造厂家和全国520户重点企业之一,并跻身世界轮胎厂商75强。主要生产“前进”牌轮胎,产品有汽车斜交轮胎、汽车子午线轮胎、工程机械轮胎、农业轮胎、工业车辆轮胎、实心轮胎六大系列300多个规格品种,形成独特的优势,适用多种车型配套与替换。

1. 国有股配售背景

1999年12月2日国有股配售试点启动。中国证监会确定冀东水泥、华一投资、惠天热电、陆家嘴、中国嘉陵、天津港、富龙热力、成商集团、黔轮胎、太极集团10单位为国有股配售预选单位。中国嘉陵、黔轮胎1999年进行试点,其余8家将优先作为下一年国有股配售的预选单位。根据中国证监会已经确定的国有股配售试点方案,年内选择的两家试点企业总配售金额为5亿元左右,试点公司采取将一定比例的国有股优先配售给该公司原有流通股股

东,有余额再配售给证券投资基金的方法实行配售,配售价格确定在净资产值之上、市盈率 10 倍以下。向原有流通股股东配售的国有股可立即上市流通,向基金配售的国有股要在 2 年内逐步上市。

2. 国有股配售结果

证监会公布中国嘉陵和黔轮胎的配售定价方式是:依据 1996~1998 年 3 年每股收益平均值乘以 10 倍市盈率。中国嘉陵配售价为每股 4.50 元,黔轮胎每股 4.80 元。12 月 17 日,公布配股公告。除配股价格外,还明确配售规模和比例:中国嘉陵配售 1 亿股,每 10 股配售 8.361 股,黔轮胎配售 17 105 275 股,每 10 配售 1.59097 股。到股东缴款截止日,社会公众股东认购中国嘉陵 8 199 万股,占配售股份总数的 81.99%,剩余 1 801 万股,认购黔轮胎 1 307.0806 万股,占配售股份总数的 76.41%,剩余 403.45 万股。基金没有认购两家公司剩余的国有股配售股份。配售前两公司的股权结构如表 5-12 所示。

表 5-12

配售前两公司的股权结构

		配 售 前		配 售 后	
		股 数	比 例	股 数	比 例
中国嘉陵	国家股	354 270 840	74.76%	254 270 840	53.66%
	流通股	119 600 000	25.24%	219 600 000	46.34%
贵州轮胎	国家股	146 812 100	57.53%	129 706 825	51.00%
	国家转配股	3 515 032	1.38%	3 515 032	1.38%
	流通股	103 999 933	40.89%	121 105 208	47.62%

由于它们是两家夕阳企业,企业业绩与竞争力已逐年下滑,市场前景黯淡,因此按前 3 年平均值计算的配售价明显偏高,挫伤了广大投资者参与国有股配售的积极性,投资者纷纷“用脚投票”,两只股票配售价格公布之后,其二级市场价格均出现了大幅下挫,

中国嘉陵的 1 亿股国家股配售余股更有 18% 无人问津 ,由主承销商被迫包销。配股缴款截止日(12 月 28 日和 12 月 29 日)股票市价比 12 月 14 日公布配股价前分别下跌了 36.5% 和 21.5%。首次通过配售方式进行国有股减持试点 ,因为配售价格过高 ,配售被叫停 ,被业界视为不成功之作。

3. 经验教训

中国嘉陵和黔轮胎进行的国有股减持试点 ,配售的毛病在于它需要流通股股东拿钱 ,而流通股股东却不愿意拿出钱来。最初公布的方案配售价格接近 3 年平均每股收益的 10 倍计算。中国嘉陵和黔轮胎的配售价格分别为 4.50 元和 4.80 元 ,而两家公司同年的每股收益分别只有 0.11 元和 0.047 元 ,配售价格的实际市盈率达 40.91 倍和 102.13 倍。由于国有股配售方案中没有规定如何选择每股收益 ,留下了每股收益选择操作余地和市场预期。虽然中国嘉陵和黔轮胎上市以来盈利水平尚可 ,但由于竞争和自身经营等问题 ,每股收益逐年下降 ,成长前景为股票市场看淡。1996 ~ 1998 年 ,中国嘉陵每股收益分别为 0.51、0.46、0.38 元 ,黔轮胎分别为 0.80、0.38、0.26 元。而且国有股配售已是 1999 年年底 ,两家公司 1999 年的财务业绩也即将公布。股票市场按正常的新股发行定价每股收益选择惯例 ,预期应该选择 1998 年或者 1999 年预期每股收益。因此 ,投资者和传媒评论普遍认为公布的配售价格偏高 ,与股票市场对国有股低价配售的利好预期出入较大。投资者认为 ,近 3 年平均市盈率 10 倍是一个“陷阱” ,对中国嘉陵和黔轮胎两家业绩急剧滑坡的公司来说 ,用 3 年前曾经有过的绩优给国有股定价缺乏实际意义。

从上面配售的结果看 ,国有股采取向二级市场投资者高价转让 ,那对于我国证券市场发展来说 ,是一次沉重的打击。国有股配售将会影响到市场规模的进一步发展。国有股要配售流通 ,必然会涉及流通价格的问题 ,若按净资产配售 ,那么今后的新股发行、

配股、增发等都必然要向净值靠拢,这将影响到市场的融资功能。由于目前很多上市公司的资产都存在很大的泡沫,若按溢价配售,则很难为市场投资者接受。

国有股减持是一项非常复杂的工程,过去我们在这方面的研究、探讨都不够深入,出台的政策太简单。因此,停止通过国内证券市场减持国有股只能视为政策面上停止减持国有股,并不意味着对国有股减持研究的停止,也不意味着从此国有股就不再减持。实际上,国有股减持方案已经与全流通方案紧密联系,基本可以认为是全流通的初步方案。中国证券市场在国有股减持与全流通改革方案的政策变化之中跌宕起伏,全流通问题是中国证券市场健康发展的重要瓶颈,已经成为管理层和众多投资者的广泛共识。

第六章

上市公司融资结构优化与公司治理完善

我国国有企业与发达市场经济条件下的企业形式有相当大的差别。同时,企业融资结构毕竟有其自身运动的规律和理论,对它进行微观研究也是必要的。因此,要达到优化我国国有企业融资结构的目的,必须从认清融资结构的形成基础入手,借鉴西方的融资结构理论,采取微观的财务手段和宏观的政策手段相结合的措施,才能取得成效。从融资结构角度考虑,公司治理具有更基础的、更本质的经济理论意义,而结合我国公司治理的实际,从融资结构出发,探讨研究公司治理具有很强的现实意义。根据已有的理论与实证研究,本书提出如下建议:

6.1 资本市场与融资结构的调整思路

资本市场是筹集资金的重要场所,也是投资者进行投资的重要场所。资本市场通常指的是期限在1年以上的资金融通活动的总和,包括期限在1年以上的证券市场以及1年期以上的银行信贷市场。它对于聚集和集中社会资金,支持经济发展有着直接的作用。更重要的是资本市场的发展改变了融资结构,拓宽了融资渠道,为经济发展提供了更多的资金来源。它改变了企业以银行为中介的间接融资的单一渠道的格局,为企业发展提供了直接融

资的方式。股份制企业通过资本市场发行股票上市以及通过资本市场进行的股权回购、兼并收购、清算等一系列的资本经营活动,形成自我更新的优化机制,为企业实现资本增值提供了途径。但是,“中国资本市场是在计划经济夹缝中生长起来的,从一开始就遭受着重重的社会钳制,它以向旧体制做出不得已妥协的巨大代价为自己领到了出生证,进而获得了发展权”。^①在股票市场上,由于市场定位的缺陷,存在着明显的“先天不足”:国有股、法人股、内部职工股和社会公众股相互分割,并且法人股和国有股不流通;在债券市场上,无论债券种类,还是债券规模,国债和国家金融机构发行的金融债券都大大高于企业债券。债券融资在中国资本市场上的地位和作用尚没有得到充分发挥。这些问题是资本市场发展中遇到的问题,也只有在发展中逐步加以解决。中共十六届三中全会通过了《中共中央关于完善社会主义市场经济体制若干问题的决定》,对资本市场发展做出了部署,为我国资本市场改革开放和稳定发展指明了方向。2004年2月1日国务院颁布《关于推进资本市场改革开放和稳定发展的若干意见》(下称《意见》)。这份5000字的短文为中国证券市场的定位起到了正本清源的作用,过去解决资本市场问题的目的是为了了解决国企融资,而这次的《意见》摆正了证券市场的定位,目前要解决的是资本市场自身的改革开放和稳定发展的问题。尽管《意见》只字未提“国有股减持”,但政府高层对全流通问题的态度,不是将来解决,也不是现在不解决,而是“积极稳妥”地解决,并要求在解决问题时要“有利于市场的稳定和发展,切实保护投资者特别是公众投资者的合法权益”。这种做法可以说是对此前国资委所提“对所有投资者一视同仁”原则的矫正。这与这几年大家呼吁的和理论界讨论的形成了共识。

^① 韩志国:《中国股市:凤凰怎样才能涅槃》,《经济导刊》2002年第1期。

6.1.1 建立股票市场全流通机制的建议

目前我国上市公司股权结构呈现“超稳定状态”和“不稳定状态”的双重特征,而问题的根源在于国有股的过度集中且不可流通,解决股市的全流通问题,核心是赋予非流通股流通的权利。也就是要解决过去多年来证券市场没有解决的同股不同权的问题,彻底改变非流通的股权暂不流通到现在根本不能流通的状况。随着证券市场的发展和不断规范完善,证券市场的基石——公开、公平、公正不断夯实,必然要求股权结构规范化,消除由于股权割裂使同一个公司不同股权之间产生的价格差异、流通权利不对等,促进资本自由流动和价格市场化,为所有股东即产权所有者提供一个公平竞争的场所。这是证券市场监管者的责任,也是证券监管者需要特别考虑的问题。在全流通的机制下,国有股可以流通,至于国有股股东是否愿意抛售股票,是增持股票,还是减持股票,这些都是国有股股东自己根据需要来掌握的事情,而不是强调国有股股东都要抛售股票,以至于影响到国有股在某些要害部门里的控股地位。因为国资委要对要害部门的国有企业实行控股,有些还要绝对控股,控股比例不低于51%,因此能真正流通转让的国有股属于竞争性行业。^①而从本质上来说,“全流通”更多地强调的只是一种公平与公正,是流通股股东与国有股股东、法人股股东之间的平等,是对上市公司“责权利”的统一。本书的实证分析的结果显示,控股大股东在公司治理中起到了积极作用,但并未真正解决代理问题。因为公司治理问题造成了“重筹资,轻使用”的情形。也就是上市公司多在股市中筹集资金,但是不知如何有效使

^① 1994年10月国家国有资产局、国家体改委发布的《股份有限公司国有股权管理暂行办法》第11条2款规定:“国有股权控股分为绝对控股和相对控股。绝对控股是指国有股权持股比例占50%以上(不含50%);相对控股是指国有股权持股比例高于30%低于50%,但因股权分散,国家对股份公司具有控制性影响。”

用所筹集的资金 ,造成过多自由现金流量。这种情形不但使公司绩效不佳 ,也易造成公司内部道德危险问题 ,同时进一步损害了小股东的利益。或更确切地说 ,是非流通的国有股股东侵害公众股股东利益。也就是说 ,一方面 ,国有股权高度地集中 ,有利于公司价值增加 ;另一方面 ,由于国有股的不流通 ,造成同股不同权的现象。由此 ,解决问题的关键是国有股的流通问题。

在研究和解决全流通的问题上 ,需要统揽全局 ,以制度创新为首要和基本的目标 ,以市场的利益为最大的和最基本的利益 ,坚持尊重历史和不与民争利的原则。以这样的思维与思路去看待和解决国有股减持与全流通问题 ,会大大超越以往的思维方式和行为方式 ,从而走出市场全流通的新思路。非流通股从不流通转为流通 ,需要有多种方式和多种形式。

笔者建议可采取以下试点的方案 :

一是国有股在流通试点企业的选择上 : (1) 选择行业 ,在竞争性的制造业中挑选。该行业具有良好的宏观环境 ,经营业绩普遍偏好 ,具有较好的试点基础。 (2) 选择企业标准 ,应该选那些没有较严重历史问题、基础比较好、试点全流通后股价可能会稳中有升的一些企业 ,以及在国民经济中比较有代表性的和国民经济状况关联度比较高的企业。这类上市公司完全可以通过国有股流通来引进民营资本和外资 ,既可以满足对于资金的需求 ,又可以带来先进的管理方式和技术 ,对于其体制的改革具有重大的推动作用 ,完全能够达到管理层强调的双赢状况。这样 ,一方面可以维持整个市场的稳定 ;另一方面 ,在试点的过程中可以做到逐步完善配套措施。

二是选择流通价格 2003 年 12 月 15 日 ,国务院办公厅转发国资委《关于规范国有企业改制工作的意见》。该《意见》的主要内容是 :上市公司国有股转让价格在不低于每股净资产的基础上 ,参考上市公司盈利能力和市场表现合理定价 ,严禁国有企业经营

管理者自卖自买国有产权。转让方式可以采取拍卖、招投标、协议转让以及国家法律法规规定的其他方式。作为国有股、法人股的转让价格以净资产为基础,考虑到净资产值只反映企业的账面价值而没有反映企业的盈利能力和市场表现,因此,笔者确定流通价格的基本思路是:以净资产值加上企业竞争力的评价,作为国有股、法人股和其他非流通股的转让价格。即:

$$Y = A + \sum_{ij} B_i X_j + \varepsilon$$

模型中, Y 表示非流通股的流通价格, A 表示该企业最近1年每股净资产值, B 表示权重, X 表示影响该公司竞争力的因素, ε 表示误差项,它是买卖双方讨价还价带来的结果, $\sum_{ij} B_i X_j$ 为企业竞争力的估价。

企业竞争力是指在竞争性市场中,一个企业所具有的能够持续地比其他企业更有效地向市场(消费者,包括生产性消费者)提供产品或服务,并获得盈利和自身发展的综合素质。按因素分析法确定,^①对企业竞争力的评价可采取“由表及里”的因素方式,即从最表面最容易感知的属性入手,逐步深入到更为内在的属性和因素。因素分析法的基本要求就是尽可能地将决定和影响企业竞争力的各种内在因素分解和揭示出来。首先,在选取指标上,可以选择能够直接反映企业市场地位的数值(市场地位是企业竞争的结果)。例如,产品或服务的市场占有率及增长率、企业的盈利率、企业规模和企业所处的关系环境等。这类指标直接表明企业竞争的结果,可以视为企业竞争力在目前的现实状况,因此,可以最直接地反映当前企业竞争力的强弱。其次,构造各指标之间的因果关系。一般说来,越是内在的因素对企业竞争力的影响越深刻,越长久,但其产生作用的逻辑因果关系可能非常复杂,而越是

① 参见金碚等著:《竞争力经济学》,广东经济出版社2003年版,第24~26页。

表面的因素对企业的竞争力的影响越直接,越短暂,但产生作用的逻辑因果关系也较简单。再次,确定各指标所占的权重,根据各指标的影响程度确定。最后,计算出各种因素共同发生作用所导致的企业竞争力的计量值,即对决定和影响企业竞争力的各种分解出的数值进行综合,并对统计结果的合理性进行判断和解释。根据这种定价方式,非流通股价格既包含了股票的账面价值,又包含了股票的内在价值即盈利能力,甚至还包含了股票的市场价值因素,因为竞争力本身就是市场竞争的结果。该流通价格模型的设计,较好地说明了定价应考虑的因素。它解释了为什么某公司的净资产可能是负的,并且连续亏损,但实际非流通股票的转让价格却是正的,因为战略投资者可能更多地考虑非流通股的投资价值。例如,比流通股高得多的股利回报、增发配股带来的资本增值、股权转让溢价等。笔者在流通权交易方案的非流通股估值上用了最近1年的每股净资产,但没有运用效益调整系数,即按最近1年的每股净资产值,加上净资产值与上市公司前3年的平均净资产收益率的乘积,进而得出国有股、法人股和其他非流通股的转换价格。^① 其原因是上市公司业绩波动并且不稳定,既往业绩不能保证企业未来盈利水平。

6.1.2 推动企业债券市场发展的建议

从金融市场的次序来看,通常债券市场应该比股票市场更发达,债权融资的顺序往往先于和快于股权融资。但是长期以来,我国的资本市场市场结构出现了逆向结构,存在重股票轻债券的发展问题。目前制约公司债券市场发展的主要因素:发债主体少,发债规模偏小,投资主体限制较多,缺乏具有公信力的权威评级机

^① 韩志国:《全流通 决定股市命运的制度性跨越》,《上海证券报》2003年9月28日。在这篇论文中他提出了上述转换价格方案。

构,缺乏动态的信用跟踪制度等等。因此,要发展企业债券市场,应摒弃过去对企业债券的成见,借鉴银行间债券市场的成功经验,以新的视角和新的思路来推动企业债券市场的健康发展。

从1999年开始,国务院就委托国家计委修订《企业债券管理条例》,新条例在五个方面取得了重大突破:一是企业债券的发行将由过去的审批制改为核准制,强化了中介机构的职能;二是企业发债的利率将进一步市场化,现行条例规定的不能高于同期银行存款利息40%的限制将被放宽,发行定价逐步市场化,利率水平将与债券信用评级、市场环境等因素挂钩;三是将积极创造条件,对企业债券的市场流通进行适当改革;四是进一步放宽企业债券发行主体的条件限制,允许有条件的民营企业发行企业债券;五是放宽资金使用用途的限制,不再对发债资金的用途进行过多的规定。

(1) 建立科学的发债主体资格审查标准和相关制度,增加合格发债主体。由于发债主体过少,容易形成垄断优势,不利于促进市场公平竞争、提高市场配置效率,市场规模的扩大也就将成为空话。发债主体的资格认定,应以发债人是否有发展前景、法人治理结构是否完善、公司财务状况是否健康、是否有较强的偿债能力等因素来决定,而不能以是否国有、是否大型等来认定。发债主体可由大中型国企扩展到中小企业、民营企业。通过建立客观公正的评审标准和市场准入制度,有计划地促使一批合格主体进入发债市场发债,扩大市场参与度,促进发债市场的有序竞争。

(2) 进一步扩大发债规模,缓解供求失衡的矛盾。发债数量过小,在一定程度上制约了交易量的增长,也限制了一批机构投资者进入市场。供小于求的矛盾将造成债券价格易被操纵,或无法形成合理的价格,价格的不稳定性加大了投资风险,造成不良的示范效应,不利于企业债券市场的健康发展。因此,在引入合格发债主体的同时,扩大发债规模,有利于缓解企业债券供求失衡的矛

盾,在满足投资需求的同时,形成合理的市场价格,降低投资风险。

(3) 按照市场化原则运作企业债券市场。中共“十六大”报告提出,“要稳步推进利率市场化改革,优化金融资源配置”。市场经济的本质特征是价格市场化,即利率市场化。利率市场化是发展债券的前提,也是相互促进的因果关系。债券市场上永远都存在着价值投资者和风险投资者两大类。不同风险程度的债券,收益水平不同,投资者将根据自己的对风险好恶而进行不同的选择。根据风险大小,合理拉开不同债券之间的收益率,将吸引不同类别的投资者,增加整个债券市场的流动性和吸引力。债券定价是否合理,更多地取决于市场供求双方的博弈。从短期来看,利率市场化通常会导致利率水平提高,对债券市场形成一定压力,但从长远来看利率市场化将加强股票市场、债券市场和货币市场的有机联系,丰富金融衍生产品。在健全债券市场运行机制的条件下,参照市场交易结果来定价,符合市场经济的客观规律。人为地限定发债利率上限,既容易增加发行风险,又损害了投资者利益,给企业债券市场的健康发展造成负面影响。因此,建议按照市场化原则管理和发展企业债券市场,才是促进市场健康发展的根本。银行间债券市场通过招标等方式对债券进行定价,值得企业债券借鉴。

(4) 借助商业银行力量,推动企业债券市场的发展。由于商业银行拥有庞大的客户资源,先进的销售网络,稳健的经营理念,卓著的信誉,成熟的投资管理经验和风险控制机制,它将在推动债券发展过程中发挥了重要作用,特别是作为企业债券的主要代销人和主要担保人,能够为企业债券的顺利发行奠定坚实的基础。银行间债券市场的迅猛发展,正是得益于商业银行的积极参与和推动。基金市场业务的快速发展,离不开商业银行的大力支持。目前企业债券市场的缓慢发展,与脱离了商业银行的支持有很大关系。因此,吸引商业银行进入企业债券市场,提供各种相关的金

融服务,必将促进企业债券市场稳定和繁荣。许多合格的发债主体,本来就是商业银行的信贷客户,商业银行对其经营状况非常了解,如可允许商业银行除了提供代理销售、债券担保等服务外,还可投资企业债券,并利用其客户资源优势承销企业债券,最大限度地挖掘我国企业债券的客户资源和市场潜力,促进企业债券供给和需求的双向发展。

(5) 培育权威的评级机构并实施动态评级。规范债信评级,首要的是要确保发债企业资产价值公允,财务信息真实、准确与完整,以及担保规范。区分发债企业的信用风险,逐步实现债券利率与信用风险或信用等级挂钩,逐步实现债券利率市场化。在债券投资风险类型中,信用风险是最主要的风险,一旦发债人违约,将给投资者带来惨重损失。而以往企业债券在短短 10 年内由盛而衰,最主要的教训是企业不讲信用,普遍出现违约现象,给投资者造成严重的心理阴影,这也是长期以来企业债券受到限制,发债主体少、发债规模小的主要原因之一。要促进债券市场的发展,急需解决信息不对称的问题。目前我国企业债券仅有发债时的评级,并且评级不够客观公正,给市场带来了巨大风险。因此,建议借鉴国外的成熟经验,建立信息披露制度,培育权威的独立评级机构,随时跟踪发债人的财务状况变化情况,发布动态信用评级,及时提示违约风险,一方面降低投资风险,另一方面可促使发债人关注并改善财务状况,接受投资者监督。当然,评估机构发展的基础是债券发行主体的数量和规模。

6.1.3 建立多层次资本市场体系

在健全、发达的市场体系中,主板市场与二板市场,场内交易市场与场外交易市场,现货市场和期货市场,股票市场、债券市场和衍生金融市场等同时并存,构成多层次的资本市场体系。

我国证券市场的发展目前主要集中于主板市场,而且主要是

股票市场,股市的板块是以行业或概念来划分的,方便了庄家炒作,且市场交易品种单一,缺少对冲机制来降低市场风险。1995年因国债期货的“3·27”事件,政府主管部门停止了国债期货交易,此后金融期货市场一直处于空白状态。由于股票市场交易品种单一,缺乏对冲机制,因而市场不存在真正意义上的多空对垒,投资者只有做多才能获利。市场的单边性特点不利于市场的稳定,多数庄家操纵股价都是先利用股市无买空机制而一路往下打压,做长期单边下跌市收集筹码,而后一路拉升股价暴涨。当中小投资者开始追涨过程中,庄家也就顺利完成了出货。在庄家的操纵下,广大中小投资者往往输得很惨。这样,股市成了赌场。

我国证券市场结构的缺陷,不仅不利于培养长期、稳定的投资者群体,而且由于无法发挥期货、期权的价格发现功能,不利于股价的理性回归,导致市场过度投机。因此,今后在发展证券市场的过程中,管理层应加快对证券市场进行结构调整。在继续完善股票市场建设,同时应加紧建立二板市场和场外交易市场,积极推进金融创新,稳妥地发展金融衍生工具市场,增加交易品种,建立对冲机制以降低市场风险。

股票指数期货由于是以股票指数本身为买卖对象的,不仅具有一般期货产品的价格发现功能和风险规避功能,在成熟的证券市场上,它还能产生调节整个股票市场股价的作用,越来越受到国际资本市场的重视。国内应适时开辟这一市场,使我国证券市场尽快形成以股票市场为主体、多层次的证券市场并存和协调发展的市场体系。

选定国有产权交易市场,《企业国有产权转让管理暂行办法》的出台,就是要将国有产权交易放在交易市场中公开进行,实现国有资产产权明晰、流转有序。实践证明,场外交易存在不透明、不公开的弊端,缺乏有效监管,容易产生不规范、不公正的现象。《企业国有产权转让管理暂行办法》出台后,要抓住入场公开竞价

交易这个关键环节,促进国有产权交易全过程的规范化。国资委主任李荣融透露,经过初步筛选,中国有意把上海、天津等地的产权交易市场定为第一批企业国有股权交易市场。他认为,选择合格的企业国有产权交易市场的标准主要有5项,其核心是“诚信、守法”。国资委已经对各地产权交易市场进行了详细考察,重点是交易场所制定的操作规范及其执行情况。虽然目前中国各地都建立了产权交易市场,但水平参差不齐。政府规定,只有经过国资委指定的产权交易市场才能成为国有产权的交易场所。首先选择几个产权交易市场进行企业国有产权交易,这些市场将对全国和全世界开放,对国内外投资者一视同仁。中国正在建设全国产权交易市场信息联网工程,这可以防止形成新的地区壁垒,并有利于在全球范围内有效配置资源。企业国有产权交易市场是建立国有产权流通体系的关键环节,其作用不可低估。今后,所有企业的国有产权交易都必须进入产权交易市场,严格按照规定程序进行全面、公开的信息披露。产权交易市场将在形成产权价格发现机制的过程中发挥基础作用。此外,产权交易市场还将负有事后监管的责任,以保护企业的债权人和职工的合法权益,防止国有资产流失等问题的发生。

6.1.4 健全资本市场法规体系和相关政策

6.1.4.1 健全资本市场法规体系

大力发展资本市场,健全有利于资本市场稳定发展和投资者权益保护的法规体系。建议清理阻碍市场发展的行政法规、地方性法规、部门规章以及政策性文件,为大力发展资本市场创造良好的法制环境。尝试按照健全现代市场经济社会信用体系的要求,制定资本市场诚信准则,维护诚信秩序,对严重违法违规、严重失信的机构和个人坚决实施市场禁入措施。一是推进依法行政,加强资本市场监管。按照深化行政审批制度改革和贯彻实施《行政

许可法》的要求,提高执法人员的自身素质和执法水平。树立与时俱进的监管理念,建立健全与资本市场发展阶段相适应的监管方式,完善监管手段,提高监管效率。进一步充实监管力量,整合监管资源,培养一支政治素质和专业素质过硬的监管队伍。通过实施有效的市场监管,努力提高市场的公正性、透明度和效率,降低市场系统风险,保障市场参与者的合法权益。二是发挥行业自律和舆论监督作用。要发挥证券期货交易所、登记结算公司、证券期货业协会、律师、会计师、资产评估等行业协会的自律管理作用。建议引导和加强新闻媒体对证券期货市场的宣传和监督。

6.1.4.2 健全资本市场的相关政策

资本市场的稳定发展需要相应的政策引导和支持,为资本市场稳定发展营造良好环境。一是完善证券发行上市核准制度。长期以来,我国证券市场的股票发行制度都是带有浓厚行政色彩的审批制,在这种制度下,从企业的选择到发行上市的整个过程透明度都不高,市场的自律功能得不到有效发挥,致使一些公司发行与上市时有意隐瞒一些重要事项,给市场留下隐患,并容易滋生腐败和侵害投资者利益。如,PT 红光、大庆联谊案等。核准制会使企业和券商间的一系列不规范行为受到抑制,使一级市场的竞争更加有序和公平,从源头上提高上市公司质量。鼓励已上市公司进行以市场为主导的、有利于公司持续发展的并购重组。进一步完善再融资政策,支持优质上市公司利用资本市场加快发展,做优做强。二是鼓励合规资金入市。继续大力发展证券投资基金。支持保险资金以多种方式直接投资资本市场,逐步提高社会保障基金、企业补充养老基金、商业保险资金等投入资本市场的资金比例。建议培养一批诚信、守法和专业的机构投资者,使基金管理公司和保险公司为主的机构投资者成为资本市场的主导力量。支持符合条件的证券公司公开发行股票或发行债券筹集长期资金。完善证

券公司质押贷款及进入银行间同业市场管理办法,制定证券公司收购兼并和证券承销业务贷款的审核标准,在健全风险控制机制的前提下,为证券公司使用贷款融通资金创造有利条件。稳步开展基金管理公司融资试点。

6.2 资本市场与公司治理的完善

只有真正承担风险的资本所有者,才有积极性选择真正有才能的人经营企业,并使后者有积极性去用好资本。从这个意义上讲,资本市场是公司治理的重要方面(张维迎 1997)。^① 提高上市公司的公司治理水平是既十分紧迫又十分艰巨的任务。资本市场的有效性对公司治理功能的发挥起着决定性影响,而科学设计上市公司的公司治理机制,也能发挥资本市场的治理作用。为此,笔者提出上市公司治理可以通过资本市场发展来完善的思路。

截至 2004 年 4 月底,我国境内上市公司 1 314 家,股票市场市值总值 45 805 亿元,流通市值 14 368 亿元,投资者开户数达 7 123 万户。^② 随着我国资本市场的不断发展,资本市场的功能越来越全面,已在不同程度上发挥着资源配置、价格发现、风险管理和公司治理等功能。这些数字说明,我国资本市场在促进公司治理方面起到了积极的作用,初步具备了公司治理的功能。但我国公司治理问题极其复杂,既有体制、法制等方面的原因,也有文化等方面的根源。一方面,上市公司法人治理结构的缺陷说明我国资本市场没有很好地发挥公司治理的功能;另一方面,公司治理的缺陷

^① 本文发表于《新闻报——企业重组版》1997 年 8 月 21 日第 11 版。后载于《企业理论与中国国企改革》,北京大学出版社 1999 年版,第 379 页。

^② 资料来源:中国证监会网站(www.csrc.gov.cn)公布的统计数据。

又严重影响着资本市场的发育,影响资本市场的运行基础。资本市场公司治理机制作用的发挥需要具备一定的条件,需要有比较健全的经理和专业人才市场、透明程度高的公司信息披露,以及完整的法规框架等。

6.2.1 大力发展机构投资者的建议

大力发展机构投资者,发挥机构投资者在公司治理中的作用。机构投资者的壮大意味着股权集中和流通股过于分散局面的终结。而机构持股量大量增加,“用脚投票”的方式就有可能被“用手投票”的方式取代。美英等西方国家公司治理的实践为这一思路提供了具有说服力的证据。发生于20世纪90年代的这一变革使这些国家的机构投资者放弃了被动投资、用脚投票的华尔街准则,在对公司业绩不满或对公司治理有不同意见时,他们选择了开口说话参与公司治理,而不是简单地把股票卖掉,逃离劣质公司。中国的机构投资者之所以没有像英美等西方国家那样发挥从外部施压,帮助上市公司改善公司治理的作用,最关键的原因是中国的机构投资者还相当弱小。根据一份公开披露的资料,截至2000年底,我国证券市场上的10家基金管理公司管理的34家封闭式基金总资产不过847亿元,仅占总市值的1.8%,占流通市值的5.3%。相比之下,1999年,美国保险基金、养老基金、共同基金等机构投资者的持股比重达57.6%,日本银行、企业法和保险公司等机构投资者占了70%以上,而英国养老基金股票投资占总市值的比重超过了32%,保险公司占16%以上,其他金融机构占16.2%,个人只占20%。此外,基金管理公司治理结构不完善。我国证券投资基金大多以证券公司为母体,决策人员主要来自券商,交易经理大多来自券商自营业务的操作人员。另外,是融资渠道受限。过度投机的股市刺激了一些机构不惜以高成本去获取资金,而昂贵的资金价格又迫使它们为寻求高收益而进行短

期炒作及坐庄。还有是监管不连续。在监管方面,管理层对机构投资者的违规和操纵行为采取了双重标准。干预的随机性也使得某些政策明显缺乏长远及整体考虑,使股市经常出现较大幅度的震荡。

为此,笔者提出如下建议:一是在完善国有投资机构股权结构的前提下,建立起激励与风险对称的法人治理结构。二是在规范现有证券投资基金的同时,要大力发展多种类型、多种所有制、多种投资理念的机构投资者,特别是要大力发展注重长期投资和严格监管的养老基金和保险基金投资者,实现投资机构的多元化。三是通过法律制度和外部政策的调整,改变机构投资者参与公司治理的成本收益严重不对称的状况。如改进信息披露制度,使之更好地满足外部投资者参与公司治理的信息需求。四是积极稳妥地引进合格的境外机构投资者,充分发挥其外部治理机制的作用。合格的境外机构投资者(以下简称合格投资者),是指符合合格境外机构投资者境内证券投资管理暂行办法规定的条件,经中国证券监督管理委员会(以下简称中国证监会)批准投资于中国证券市场,并取得国家外汇管理局(以下简称国家外汇局)额度批准的中国境外基金管理机构、保险公司、证券公司以及其他资产管理机构。发展机构投资者不是最终目的,只是推进证券市场走向制度完善的途径,只有通过内在的制衡机制和外在机制的共同作用,规范投资行为,保护投资环境,才能促进中国证券市场成熟健康发展。

6.2.2 完善上市公司退出机制规范并购市场的建议

建立股市退出机制的目的是为了体现市场的有序性和有效性,进而提高市场的资源整合能力和运作效率。目前《亏损上市公司暂停上市和终止上市实施办法》的颁布和PT水仙的退市,说明中国上市公司的退市机制已经启动。退市规定,可以有效淘汰

经营不善的上市公司,进而监督上市公司的经营绩效或公司治理。笔者认为,一是应尽快出台与《亏损企业上市公司暂停上市和终止上市实施办法》配套的相关制度和措施,进一步制定对严重违法违规和长期失去流动性的上市公司的市场退出办法,实现退出机制的规范化和制度化。二是在全面实现股票发行核准制的前提下,建立依靠市场来决定上市公司进入和退出的运行机制。三是推进市场退出机制的国际化,建立符合国际惯例的市场退出制度,包括市场退出标准、市场退出程序和相关的信息披露要求等。四是完善企业并购的有关法规,规范并购中的政府行为,切实加强对企业并购的监管。

6.2.3 完善信息披露制度提高资本市场的有效性建议

一是要促进现有会计制度的国际化和信息披露规则的完善,为规范市场主体的信息披露行为制定好游戏规则。一般来说,最强大的经济是那些开放的、透明的和不受过分管制的经济,最强大的企业也是那些开放的、透明的和不受过分管制的企业。二是要大力加强证券监管,规范上市公司的信息披露行为,严厉打击操纵市场、内幕交易和虚假陈述等违法犯罪行为,促进市场秩序的根本好转。三是加强投资者教育,引导投资者树立理性投资的理念,最终实现抑制过度投机行为,恢复证券市场的价格发现功能。

6.3 完善内部治理机制的建议

内部治理机制是公司治理核心的问题。从内部而言,公司治理的基本框架主要有股东大会、董事会、监事会、经理层等主体以及相互之间的制衡关系。董事会在公司治理结构中处于核心地位,其受托于股东,与经理层建立制衡关系。强化董事会及其专门

委员会的职能,充分发挥独立董事的作用。

6.3.1 健全股东投票权机制

投票权是股东参与公司治理的主要手段,要加强公司治理,就必须完善我国上市公司投票制度。中国证监会于1997年发布的《上市公司章程指引》,对上市公司的组织和行为进行了较为系统的完善和规范,对于指导和完善我国上市公司法人治理结构,促进上市公司规范运作发挥了重要作用。

(1) 健全股东大会的远程投票表决机制。中小股东缺乏行使投票表决权的积极性,也在一定程度上助长了控股股东对上市公司的全盘控制。中小股东经常怠于行使自己的股东权利,一个重要原因就是由于中小股东到异地参加现场股东大会的成本过高,中小股东参加会议的积极性严重受挫,为此,建议在《上市公司章程指引》中规定一种远程投票机制,允许中小股东通过传真及互联网络等渠道就股东大会的决议事项进行远程投票表决。为配合这一制度的实施,由交易所建立一套网络远程表决系统,妥善解决股东身份认定、选票统计等技术性的问题,使远程投票表决得以实施,逐步提高中小股东参加股东大会的积极性,使上市公司的决策真正能够代表多数股东的利益。

(2) 健全董事、监事累积投票选举机制。累积投票机制有利于中小股东提名的董事、监事候选人有更大的机会当选董事或监事,充当其利益代言人,从而可以在一定程度上防范上市公司控股股东全盘操纵公司董事会和监事会,有利于中小股东平等地行使股东权利,因此很值得广泛推广并普遍实施。我国2002年1月7日开始实施的《上市公司治理准则》规定:“控股股东控股比例在30%以上的上市公司,应采用累积投票制。”所谓累积投票制是国外广泛使用的一种投票制度,该制度起源于美国,指股东所持的每一表决权股份拥有与候选董事总人数相等的投票权。股东所拥有

的投票权等于该股东持有股份数与候选董事总人数的乘积。股东既可以用所有的投票权集中投票选举一位侯选董事,也可以分散投给数位侯选董事,董事由获得投票数较多者当选。累积投票制可以使中小股东将其支持的候选人选入董事会,而不至于使大股东提名的董事候选人全部当选。目前,一些地方和企业已开始进行累计投票制的试点,建议在试点的基础上不断改进与完善。

6.3.2 完善独立董事制度

6.3.2.1 充分发挥独立董事的作用

独立董事在董事会中起着非常重要的作用,尤其关键之点是独立董事的独立性。独立董事的作用可以概括为以下几方面:一是战略指导。独立性是独立董事的生命,董事长和首席执行官应采纳独立董事的合理建议,在特别问题上他们应在召开董事会之前征求他们的指导。作为“局外人”(outsider),站在外部来透视组织内外正在发生什么,当然对公司经营管理者来说是不可能做到完全客观的。即所谓当事者迷,局外者清。独立董事可对公司业绩的好与坏看得很清楚,且能在危机到来之前,容易观察到危险的信号,并提请公司首席执行官(CEO)加以重视,给予战略指导,即所谓防患于未然。二是监督和审计。独立董事应当对上市公司重大事项发表独立意见,可以独立聘请外部审计机构和咨询机构出具独立财务顾问报告,监督管理者的业绩,确保既定的公司战略和目标的逐步完成,公司资产不被管理者侵吞或转移,监督中小股东权益及利益相关者利益不被损害。笔者认为独立董事仅仅能表达意见是不够的,重要的是必要的时候必须可以控制公司的政策和管理者的行为。三是参与确定执行董事及公司高级管理者选派和薪酬。上市公司董事会可下设薪酬、审计、提名等委员会,独立董事应当在委员会成员中占主要部分,向董事会或股东大会提名、任

免董事、聘任或解聘高级管理人员、确定公司董事、高级管理人员的薪酬。由于在我国独立董事还属新生事物,尽管各个不同区域或国家在法律特点、文化背景及公司传统上存在着较大差异,但独立董事制度的基本理念,是跨国境的、全球性的,我们可以充分借鉴国际在此方面的先进经验。

6.3.2.2 独立董事的选派

一是制定独立董事选派的标准。“公司治理是为人服务的,并由人来实现的”。^① 公司治理标准的提升不能只靠结构和规则,好的公司治理结构框架付诸使用才是重要的。中国证监会要求上市公司的董事会除执行董事外至少要有两名致力于公司战略,对高级管理者的业绩和企业的运营提供评判的独立董事。他们的一切活动对公司董事长的行政管理是无价的,能提供他们独立的客观的经验。尽管他们作为股东的监察对公司的管理有牵制作用,但他们会对公司的行为有这样或那样的帮助。二是加强独立董事人才的培养。董事会是一个建构起来的机构,没有经过专门的职业训练,就无法积极应对可能会有危机的挑战。一个有思想的独立董事,他们可能也是自己公司的董事长,是否选择其他公司 CEO 或董事长做独立董事有这样的问題,他们可能很少时间和精力关注自己企业以外的公司。证监会要求独立董事原则上最多在 5 家上市公司兼任独立董事,并确保有足够的时间和精力有效地履行独立董事的职责。所以,尽管他们非常有经验,但他们放在公司里的工作时间却很少。三是建立独立董事市场。按这样的分析公司可以将符合独立董事资格,具备上市公司运作基本知识,熟悉相关法律、行政法规、规章及规则,具有 5 年以上法律、经济或者其他履行独立董事职责所必需的工作经验的年轻人作为候选人,按照中国证监会的要求,参加中国证监会及其授权机构所组织的

^① RALGRAVE, The human face of corporate governance, Lynn McGregor 2000.

培训,形成独立董事专门人才培养库。笔者认为,独立董事的选派是提升独立董事在公司治理中作用的关键,而津贴有助于独立董事像其他中介机构一样队伍专门化。两者有机结合可加速独立董事市场的形成,提升上市公司治理水准。

6.3.2.3 增加独立董事的薪金的透明度

独立董事既不是公司的全职雇员,也不是兼职人员,确切地说他们不是公司的雇员。“除津贴外不能从公司取得额外的、未予披露的其他利益。证监会没有对津贴做出统一标准,因为独立董事薪酬多少,反映出上市公司对独立董事的重视程度,独立董事的水平、独立董事的工作强度以及独立董事所承担的风险。在2001年报已经披露的上市公司独立董事年薪中,平均年薪为3.14万元,最高年薪为26.5万元,最低年薪为0.3万元,最高年薪是最低年薪的88倍,是平均年薪的8.5倍,平均年薪是最低年薪的10倍,差距相当大。笔者认为,独立董事薪酬问题只能靠独立董事市场的逐步完善得到解决,只要独立董事的薪酬披露充分透明,薪酬的差别,企业之间、独立董事之间的竞争,有助于独立董事市场的完善。另外,独立董事的薪金应与工作量挂钩,责任增加了,风险增加了,津贴也应提高。

6.3.3 完善企业经营者的约束与激励机制

公司治理的代理成本问题,仅仅靠制衡是不能解决问题的。国外实践证明,恰当的激励机制能够通过委托人设计的一系列制度安排促使代理人采取适当的行为,最大限度增加委托人的效用。激励也可以看成是一种正面的监督。例如,上市公司薪酬委员会股票期权的设计,包括合理确定授权数量、授予股票期权的具体条件、认购数量、个人年行权股票比例等。

总之,公司治理内部机制的完善,资本市场的发展,有利于推动企业融资结构和公司治理的优化和完善。上市公司的融资结构

与公司治理又有别于非上市公司,笔者认为在治理模式上,随着上市公司质量的提高,资本市场对融资方式、融资结构与公司治理影响的加强,上市公司可以选择准市场主导型融资模式和公司治理模式。

6.4 信息披露与公司治理的改善

高质量的信息披露是证券市场健康发展的基石。因为真实、准确、完整、及时的信息披露有助于投资者进行合理的投资决策,减少投资风险,实现资源优化配置;另外,良好的信息披露有助于提高上市公司和证券市场运作的透明度,减少信息不对称,强化对信息披露主体的监督和监管,以降低他们的道德风险和机会主义行为,促使他们规范运作,推动公司治理机制的不断完善。国内外上市公司的实践表明,当投资者对上市公司信息披露质量不满、证券市场面临整体“诚信”危机时,资质优良、业绩不俗的公司有动力通过自愿性信息披露突出自身竞争优势,以期提高信息披露质量,增强投资者对公司未来成长的信心。自愿性信息披露已经成为许多大公司展示“核心竞争力”,沟通利害相关者,描绘公司未来的有效途径。

6.4.1 上市公司信息披露制度的发展状况

中国证券市场的信息披露制度建设大致可分为三个阶段^①:

(1) 1992 年以前的初创阶段。在这一阶段证券市场的基础设施建设还不完善,证券市场尚未形成系统的信息披露规则,上市公司信息披露义务在法律界定上也较为模糊,并且主要体现在一

^① 中国人民大学金融与证券研究所:《中国资本市场研究报告》(2003),第 227~228 页。

些地方性法规之中。1992 年以前中国证券市场主要由中国人民银行负责统一监管,地方政府行使证券市场的管理职能。在这种管理格局下,上海证券交易所和深圳证券交易所所在地——上海、深圳的地方媒体,成为拟发行公司或上市公司信息披露的主要媒体。此外,其他地区拟发行公司或上市公司所在地的地方媒体也是重要的信息披露载体。

(2) 1992 ~ 2001 年的发展阶段。1992 年 10 月,中国证券监督管理委员会成立,开创了中国证券市场规范管理的新局面。自 1993 年 3 月 18 日中国证监会发布《关于股票公开发行与上市公司信息披露有关事项的通知》以来,中国上市公司信息披露制度在创新和探讨中不断完善,已经形成了一套完整的制度和规范体系。它具体包括基本法律、行政法规、部门规章和自律规则等在内的四个层次:① 基本法律,主要是指证券法和公司法等,还包括刑法等法规中的有关规定;② 行政法规,主要包括:国务院于 1993 年 4 月发布的《境内上市外资股的规定》、《股份有限公司境外募集股份及上市的特别规定》、《可转换债券管理暂行条例》等;③ 部门规章,主要是指《中国证监会制定的适用信息披露实施细则》、《禁止证券欺诈行为暂行办法》、《公开发行股票公司信息披露的内容与格式准则》、《公开发行证券的公司信息披露编报规则》、《公开发行证券的公司信息披露规范问答》等;④ 自律规则,主要是指证券交易所制定的上市规则等。

(3) 2001 年以来的成熟和完善阶段。在这一阶段,中国证监会为适应核准制需要以及根据国际惯例对信息披露规则进行了大规模的修订和完善,基本建立了一套适合中国国情的完善的信息披露和监管制度。① 在信息披露规则上,为适应核准制的需要,2001 年以来中国证监会在完善信息披露规则方面做了大量的工作,对以招股说明书、定期报告准则为核心的多项信息披露规则进行了修订和完善。同时针对上市公司在收购和重组等重要问题,

颁布《上市公司收购管理办法》、《上市公司股东持股变动信息披露管理办法》等有关临时报告的信息披露规范。^②在信息披露内容上,通过修订和完善有关信息披露规则,中国上市公司信息披露的内容规定更趋于合理。主要表现在以下四点:一是强调披露信息的有用性。信息披露对投资决策的重要性的显著提高,成为中国证券市场走向成熟的一大重要特征。在股票发行额度制下,信息披露主要是满足政府的需要或借鉴国际惯例的需要,与投资者的决策需求存在较大的差距。在核准制后所制定和发布的信息披露相关规则中,这一情况得到了很大程度的改善。二是强调信息披露的及时性。从2002年起,所有上市公司须披露季度报告。推出季报制度后,上市公司还须在定期报告中就下一季度的业绩状况进行预告披露。三是强调信息披露的真实性和客观性及可理解性。四是信息披露的内容进一步扩大到公司治理信息,最早对公司治理信息披露做出法定信息披露要求的是2001年3月修订后的《公开发行证券的公司信息披露内容与格式准则第一号——招股说明书》,该准则第九节“公司治理结构”部分详细规定了公司针对其公司管理层内部控制制度完整性、合理性及有效性进行评估,注册会计师指出以上“三性”存在重大缺陷的,还应予以披露并说明改进措施。信息披露成为改善公司治理的一项重要举措。

6.4.2 上市公司治理信息强制性披露的局限性

中国对公司治理的信息采取强制性披露的形式。它不仅体现在上市公司初次信息披露中,而且体现在以后的持续性信息披露中:

(1) 在初始披露中招股说明书规定。^①发行人应披露设立独立董事的情况,包括人数、独立董事制度安排等。^②发行人应披露公司有关股东权利、义务、股东大会的职责及议事规则。^③发行人应披露公司董事会、监事会的构成和议事规则。^④发行人

应披露重大生产经营决策程序与规则,包括对外投资等重大投资决策的程序和规则,重要财务决策的程序与规则,对高级管理人员的选择、考评、激励和约束机制,利用外部决策咨询力量的情况。⑤ 发行人应披露企业内部控制制度完整性、合理性及有效性的自我评估意见。⑥ 高层管理人在近3年内曾发生变动的,披露变动的原因及经过。⑦ 发行人应披露对高层管理人履行诚信义务的限制性规定,包括股份锁定办法、责任保险制度等。

(2) 在持续经营期间年报披露中规定。① 公司应按照证监会发布的有关公司治理的规范性文件,说明公司治理的实际状况与该文件要求是否存在差异,如有差异,应该说明理由。② 公司应介绍独立董事履行职责的情况。③ 公司应说明其与控股股东在业务、人员、资产、机构、财务等方面是否做到分开,并说明公司是否具有独立完整的业务及自主经营能力。④ 公司应披露报告期内对高级管理人员的考评及激励机制、奖励机制。

根据上海证券交易所的一份内部工作报告,2001年年报披露中有关公司治理的信息披露,除极个别的公司态度认真,具有自我批评和正确评价外,绝大多数上市公司都用近乎相同的语言和格式照抄一份“标准答案”。似乎所有的公司都已构建了一个有效的法人治理结构,包括许多曾经出现严重问题以及有重大隐患的公司。因此,年报中有关公司治理的披露存在重形式轻内容、过于模式化等问题,与公司的实际情况相距甚远,有价值的信息并不是很多,总体披露质量不尽如人意。鉴于此,为提高信息披露质量,中国目前迫切需要完善信息披露制度环境,建立有效的信息披露实施机制。

6.4.3 提高上市公司自愿性信息披露的质量

上市公司信息披露是指上市公司将直接或间接地影响到投资者决策的重要信息以公开报告的形式提供给投资者。按照所披露

信息的内容区分,可以将披露信息划分为自愿性披露信息和强制性披露信息。强制性披露信息与自愿性披露信息的区分并不是绝对的,强制披露的信息存在披露方式与时间的自愿性选择问题,自愿披露的信息同样可能是由强制披露所诱致或者是对强制披露信息的必要补充。随着整个经济环境变化速度的加快,投资者对上市公司信息的需求越来越高,强制性信息披露很难赶上投资者信息需求的变化。例如,建立在保守主义原则基础上的财务信息报告系统所提供的信息在价值相关性方面自然存在折扣。另外,在证券市场整体面临“诚信”危机的情况下,资质较佳、业绩不俗的上市公司有动力自愿披露信息以突出公司的竞争优势,向投资者发出公司未来前景看好的“信号”。这意味着证券市场上信息供求双方都认为自愿信息披露是提高资本市场有效性的的重要手段。因此,证券市场监管部门应该在重要性和成本效益原则的前提下,尽快推出上市公司自愿信息披露的章程指引,鼓励并规范上市公司的自愿信息披露。

(1) 上市公司可以考虑自愿披露的信息主要包括:基于公司“核心能力”的战略规划信息;系统性、及时调整的盈利预测信息;与市场中介机构沟通的信息及来自市场中介机构的评价信息;由于会计准则的保守主义原则,尚缺少完善的披露规则或披露要求较低但又对投资者决策有用的信息,如分部报告、公允价值等;公司治理、环境保护、社会责任、人力资本等由于计量和披露的复杂性,尚不具备强制披露条件的信息。

(2) 上市公司自愿性信息披露可以采取多种形式,如通过定期报告(年报、中报)和临时报告披露,通过与市场中介的信息沟通披露,通过报刊、电视等新闻媒体披露。选择自愿性信息披露方式的基本原则有两条:一是成本效益原则,以尽可能低的披露成本获得尽可能高的披露收益;二是尽量避免“选择受众”的披露,投资者只要愿意,就能平等地获取信息,降低被证券监管部门处罚或

面临法律诉讼的概率。

(3) 为了鼓励和推动上市公司自愿披露信息,证券监管部门应考虑以下方面的政策调整以提高上市公司自愿性信息披露质量的政策建议:①在《公开发行股票公司信息披露准则》等政策法规中加入鼓励上市公司自愿性信息披露的条款,以解决政策法规落后于公司实践的矛盾。②证券监管部门和交易所加强对自愿性信息披露的市场监管,防止上市公司随意披露虚假信息,保护市场秩序。相对于强制性信息披露的监管,自愿性信息披露的监管中需要主观判断的内容更多,更具挑战性。例如,自愿披露信息的价值相关性较强,可靠性要差一些,但如何判断价值相关性却不是一件容易的事情。我们认为,在制订自愿性信息披露监管原则的时候,以下方面值得强调:一是完整性,上市公司自愿披露的信息是否既包括“利好”信息,也包括“利差”信息;二是系统性,上市公司是否从不同的角度,通过不同的信息披露来揭示同一个内容,是否形成了具有特色的自愿信息披露模式;三是动态性,上市公司是否长期自愿披露某些信息,并不断调整以提高信息的可靠性;四是广泛性,是否所有投资者只要愿意都能平等地获得上市公司自愿披露的信息;五是比较性,强制披露是否规范可以作为评判自愿披露质量的“参照系”。③充分发挥市场中介机构的作用,建立权威的公司信息披露质量评价体系。信息披露质量评级是由市场中介机构根据其拥有的专业知识和对公司内部信息的充分了解和分析后提出的全方位评价意见,以警示普通投资者可能会面临的风险。例如,在加拿大证券监管部门的推动下,加拿大会计准则委员会颁布规章要求会计师事务所对上市公司发布的盈利预测信息提供类似“审计意见”的评价意见。作为市场中介机构,公共会计师对公司盈利预测信息出具的评价意见实际上为投资者提供了某种形式的“担保”,因为他们具有普通投资者所不具备的会计专业知识。

上市公司自愿性披露信息的质量评价是一个非常敏感且具有

高难度的工作。在市场中介机构的意见被投资者广泛接受之前,证券监管部门可以发挥部分替代职能,待市场中介机构成熟后,证券监管部门逐步退出。

6.5 本章小结

优化上市公司融资结构与治理结构的改善,需要从公司内部治理机制和外部治理机制两方面入手。首先,国有股在资本市场的可流通和债券市场的发展能够改善公司股权结构和债权结构。针对上市公司目前存在的股权结构过度集中、国有股和法人股不流通带来治理问题,提出股权结构优化与退出机制的具体措施——国有股全流通。其次,董事会建设是公司内部治理机制的核心。充分强调资本市场的稳定发展是创造和培育良好的投资环境、完善公司治理的重要外部治理机制。同时,内部公司治理机制也同样重要,通过加强独立董事制度的建设有利于董事会的独立性的提高。管理者激励机制的设计,例如股票期权可以看成是一种正面监督。在治理模式上,随着上市公司质量的提高,资本市场对融资方式、融资结构与公司治理影响的加强,上市公司可以选择准市场主导型融资模式和公司治理模式。最后,应该提高上市公司自愿性信息披露的质量。

参 考 文 献

1. 晏艳阳. 我国上市公司的资本结构与代理成本问题分析. 会计研究, 2001(9)
2. 奥利弗·哈特. 公司治理 理论与启示. 经济学动态, 1996(6)
3. 崔之元. 美国二十九州公司法变革的理论背景及对我国的启示. 经济研究, 1996(4)
4. 曹廷求. 公司治理与国企改革. 华东经济管理, 2002(4)
5. 陈晓, 单鑫. 债务融资是否会增加上市企业的融资成本? 经济研究, 1999(9)
6. 范黎波, 李自杰. 企业理论与公司治理. 北京: 对外经济贸易大学出版社, 2001
7. 付元略. 企业资本结构优化理论研究. 大连: 东北财经大学出版社, 1999
8. 方晓霞. 中国企业融资: 制度变迁与行为分析. 北京: 北京大学出版社, 1999
9. 方竹兰. 人力资本所有者拥有企业所有权是一个趋势——兼与张维迎博士商榷. 经济研究, 1997(6)
10. 高程德. 现代公司理论. 北京: 北京大学出版社, 2000
11. 郭树华. 企业融资结构理论研究. 北京: 中国社会科学出版社, 1999
12. 郭金林. 企业产权契约与公司治理结构——演进与创新. 北京: 经济管理出版社, 2002
13. 中华人民共和国国务院. 关于推进资本市场改革开放和稳定发展的若干意见. <http://stock.163.com/economy>
14. 韩志国. 全流通: 决定股市命运的制度性跨越. 上海证券报, 2003 -

09 - 28

15. 何浚. 上市公司治理结构的实证分析. 经济研究 ,1998(5)
16. 侯水平. 日本公司经营者监督制约法律制度及其对我国的启示. 改革 ,1997(1)
17. 黄斌 ,聂祖荣. 激励股票期权的理论与实践. [http ://www. mykj. gov. cn/](http://www.mykj.gov.cn/)
18. 孝斯 ,李真伯格. 最优财务杠杆的状态偏好模型. 财务学刊 ,1973 28 (4)
19. 刘淑珏. 企业融资方式、结构与机制. 北京 :中国财政经济出版社 , 2002
20. 李红霞. 美、日、德企业融资模式比较与借鉴. 财经问题研究 ,2003 (12)
21. 李红霞. 上市公司治理结构国际比较与借鉴. 工业技术经济 ,2003 (5)
22. 李红霞. 融资方式、资本结构与公司治理研究. 商业研究 ,2003(12)
23. 李建. 公司治理理论. 北京 :经济科学出版社 ,1999
24. 李维安. 公司治理. 天津 :南开大学出版社 ,2001
25. 李兆熙. 尴尬的中国公司治理. 中华财会网([www. e521. com](http://www.e521.com))2003 - 07 - 29
26. 梁能. 公司治理结构 :中国的实践与美国的经验. 北京 :中国人民大学出版社 ,2000
27. 李向阳. 美日德企业资本结构的比较. 世界经济 ,1995(2)
28. 卢俊编译. 资本结构理论研究译文集. 上海 :三联书店、上海人民出版社 ,2003
29. 罗殿军. 现代企业制度创新. 山西 :山西经济出版社 ,1998
30. 梁庆凯 ,李奎. 国有股流通探讨. 中国经济时报 ,2003 - 4 - 14
31. 潘敏. 资本结构、金融契约与公司治理. 北京 :中国金融出版社 ,2002
32. 钱颖一. 企业的治理结构改革和融资结构改革. 改革 ,1995(1)
33. 青木昌彦著 ,钱颖一译. 转轨经济中的公司治理结构. 北京 :中国经济出版社 ,1999
34. 青木昌彦著 ,周黎安译. 比较制度分析. 上海 :远东出版社 ,2001

35. 孙永祥. 公司治理结构 理论与实证研究. 上海 :三联书店、上海人民出版社 2002
36. 沈艺峰. 资本结构理论史. 北京 :经济科学出版社 ,1999
37. 沈艺峰 ,田静. 中国上市公司资本成本的定量研究. 经济研究 ,1999 (11)
38. 斯道延·坦尼夫、张春霖、路·白瑞福特. 中国的公司治理与企业改革——建立现代市场制度. 北京 :中国财政经济出版社 2002
39. 斯蒂芬 A·罗斯 ,罗德福·W·威斯特菲尔德 ,杰弗利 F·杰福 ,吴世农著 沈艺峰等译. 公司理财. 北京 :机械出版社 2003
40. 上海证券交易所研究中心. 中国公司治理报告. 上海 :复旦大学出版社 2003
41. 施东晖. 上市公司资本结构与融资行为实证研究. 证券市场导报 , 2000(7). 载于中华财会网(www. e521. com) 2002 - 01 - 14
42. 孙永祥 ,黄祖辉. 上市公司的股权结构与绩效. 经济研究 ,1999(12)
43. 汤欣. 公司治理与上市公司收购. 北京 :中国人民大学出版社 2001
44. 威廉·L·麦金森著 ,刘明辉主译. 公司财务理论. 大连 :东北财经大学出版社 2003
45. 吴晓求等. 中国上市公司资本结构与公司治理. 北京 :中国人民大学出版社 2003
46. 吴敬琏 ,周小川等. 公司治理结构债务重组和破产程序——重温 1994 年京伦会议. 北京 :中央编译出版社 ,1999
47. 吴敬琏. 股票期权激励与公司治理. 中华财会网(www. e521. com) , 2003 - 02 - 28
48. 吴敬琏. 2002 年 6 月 6 日在“民营企业发展论坛”的讲话
49. 王辰. 基础产业融资论. 北京 :中国人民大学出版社 ,1998
50. 王化成. 公司治理与分配制度改革. 第九届高校财务管理学科建设理论研究会年会(大会发言) 2004 ,1 哈尔滨
51. 忻文. 国有企业的资本结构分析. 经济研究 ,1997(8)
52. 谢平. 日本的金融制度改革中存在的问题与中国.“ 制度变迁中的日本经济”主题演讲座谈会 北京经伦饭店 2003 年 8 月 29 日
53. 许小年 ,王燕. 中国上市公司的所有制结构与公司治理. 载于梁能.

公司治理结构：中国的实践与美国的经验. 北京：中国人民大学出版社，2000

54. 谢伏瞻. 优化股权结构规范上市公司治理. <http://www.cnstock.com/>

55. 杨瑞龙, 周业安. 一个关于企业所有权安排的规范性分析框架及其理论含义. 经济研究, 1997(1)

56. 杨瑞龙, 周业安. 企业共同治理经济学分析. 北京：经济科学出版社，2001

57. 张昌彩. 中国融资方式研究. 北京：中国财政经济出版社，1999

58. 张昌彩. 中国融资结构与资本市场发展. 管理世界，1998(3)

59. 张春霖. 从融资角度分析国有企业的治理结构改革. 改革，1995(3)

60. 张春霖. 国有企业改革与国家融资. 经济研究，1997(4)

61. 张维迎. 企业的企业家——契约理论. 上海：上海三联出版社、上海人民出版社，1995

62. 张维迎. 企业理论与中国企业改革. 北京：北京大学出版社，1999

63. 张维迎(1996a). 从资本结构看国有企业重组. 载于企业理论与中国企业改革. 北京：北京大学出版社，1999

64. 张维迎(1996b). 所有制、治理结构与委托—代理关系. 经济研究，1996(9)

65. 周骏, 张中华, 刘惠好. 资本市场与实体经济. 北京：中国金融出版社，2003

66. Aghion, P. & Bolton, P. An incomplete contract approach to financial contracting. Review of economic studies, 1992 ; 59 :473 ~ 494.

67. Ang J. , Cole R. , Lin J. Agency costs and ownership structure. Journal of Finance 1999 ; 55 : 81 ~ 106.

68. Berle A. , Means G. The modern corporation and private property. New York : MacMillan. 1932.

69. Blair , M. M. , Ownership and control , the Brookings institution. Washington D. C. 1995.

70. Bradley , M. , Schipani , C. A. , Sundaram , A. K. , & Walsh , J. P. The purposes and accountability of the corporation in contemporary society : corporate governance at a crossroads. Working paper , Duke University , 2001.

71. Conyon ,M. J. , & Sadler ,G. V. CEO compensation ,option incentives and information disclosure. *Review of Financial Economics* ,2001.
72. Core ,J. E. ,Guay ,W. & Larcker ,D. F. Executive equity compensation and incentives :a survey. Working paper ,University of Pennsylvania ,2001.
73. Denis DK. Twenty-five years of corporate governance research and counting. *Review of Financial Economics* 2001 ;10 :191 ~ 212.
74. Diamond. Monitoring and reputation : The choice between bank loans and directly placed debt. *Journal of political economy* ,1991 ;99 :689 ~ 721.
75. Diamond. Reputation acquisition in debt markets. *Journal of political economy* ,1989 ;97 :828 ~ 862.
76. Easterbrook & Fischel. *The Economic Structure of Corporate Law* ,Harvard University Press ,1996.
77. Fama E. ,Jensen M. Agency problems and residual claims. *Journal of Law and Economics* 1983 ;26 327 ~ 49.
78. Filbech G. ,Gorman RF. Capital structure and asset utilization : the case of resource intensive industries. *Resources Policy* 2000 ;26 211 ~ 8.
79. Glen J. ,Lee K. ,Singh A. Competition ,corporate governance and financing of corporate growth in emerging markets. Working paper/Accounting and Finance Discussion paper ,RePEc :cam :camafp 00af46
80. Harold Demsetz. Belen Villalonga. Ownership structure and corporate performance. *Journal of corporate finance* ,2001 ;7 :209 ~ 233.
81. Harris ,M. & Raviv ,A. Capital structure and the informational role of debt . *Journal of finance* ,1990 ;45 321 ~ 350.
82. Harris ,M. & Raviv ,A. Corporate control contests and capital structure. *Journal of finance* ,1988 23 27 ~ 38.
83. Hart O. *Firms contracts and financial structure*. Oxford University Press ,London. 1995.
84. Hart O. & Moorve ,J. Default and renegotiation : A dynamic model of debt. *Quarterly journal of economics* ,1998 ;113 1 ~ 41.
85. Hermalin ,B. E. & Weisbach ,M. S. Boards of directors as an endogenously determined institution : a survey of the economic literature. *Economic poli-*

cy review.

86. Hirota S. Are corporate financing decisions different in Japan ? An empirical study on capital structure. *Journal of Japanese and International Economies* 1999 ;13 201 ~ 29.

87. Holderness ,C. G. A survey of blockholders and corporate control *Economic policy review* ,2001.

88. Holmstrom ,B. & Kaplan , S. N. Corporate governance and merger activity in the US :making sense of the 1980s and 1990s. Working paper ,National Bureau of Economic Research ,2001.

89. Holz C. A. The impact of liability-asset on profitability in China 's industrial state-owned enterprises. *China Economic Review* 2002 ;13 1 ~ 26.

90. Hull ,R. M. & Mazachek ,J. Junior-for-senior announcements : a study of the role of inside ownership. *Review of financial economics* ,2001.

91. Israel ,R. Capital structure and the market for corporate control : The defensive role of debt financial. *Journal of finance* ,1991 ;46 :1391 ~ 1409.

92. Jensen M. ,Meckling W. Theory of the firm : Managerial behaviour , agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics* 1976 ; 3 : 305 ~ 60.

93. Jensen M. Agency costs of free cash flow , corporate finance , and take-overs. *American Economic Review* 1986 ;76 323 ~ 9.

94. Jensen ,M. C. Eclipse of the public corporation. *Harvard Business Review* ,1989 ;67 :60 ~ 70.

95. Ensen ,M. C. The modern industrial revolution , exit , and the failure of internal control systems. *Journal of finance* ,1993 ;831 ~ 880.

96. Jorge A , Chan-Lau. The impact of corporate governance structures on the agency costs of debt. *IMF Working Paper* WP/01/204.

97. Kevin HS. Managerial ownership and performance of firms : Evidence from the UK. *Journal of Corporate Finance* 1999 ;5 79 ~ 101.

98. La Porta R. ,Lopez-de-Silanes F. ,Sheifer A. & Vishny ,R. Law and finance. *Journal of political economy* ,1998 ;106 :1113 ~ 1155.

99. La Porta R. ,Lopez-de-Silanes F. ,Sheifer A. Corporate ownership a-
· 170 ·

round the world. *Journal of Finance* 1999 ;54 #71 ~517.

100. La Porta R. , Lopeze-de-Silanes , F. , Shleifer , A. & Vishny , R. Investor protection and corporate governance. Working paper , Harvard University , 2000.

101. Laura M. Cha. The future of China 's capital market and the role of corporate governance. Luncheon speech at China business summit. [http :// www. csrc. gov. cn/](http://www.csrc.gov.cn/)

102. Lu T. , Wang W. Corporate governance reform :China and World. Economic Management Publishing House , Beijing. 2002. Page 42 ~ 58.

103. Martin J. Conyoun , Graham V. Sadler. CEO compensation , option incentives , and information disclosure. *Review of Financial Economics* 2002 ; 10 : 251 ~ 277.

104. Maug E. Board of directors and capital structure : Alternative forms of corporate restructuring. *Journal of Corporate Finance* 1997 ;3 113 ~ 39.

105. Modigliani , F. & Miller , " The cost of capital , corporate finance , and the theory of investment. " P. 261 ~ 297 , *American Economic Review* , 1958 , vol. 48.

106. Modigliani , F. & Miller , M. , " Corporate income taxes and the cost of capital : A correction. " P. 433 , *American Economic Review* , 1963 , vol. 53.

107. Murphy , K. Executive compensation. In : O. A shenfelter , & D. Card. *Handbook of labor economics*(vol 3). Amsterdam : North-Holland , 1999.

108. Myers and Majluf , Nicholas S. Corporate financial and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of financial economics* , 1984 , 13 : 187 ~ 221.

109. Nigel graham Maw , Lord Land of Horsell , Sir Michael Craig-Cooper CBE TD DL. Maw on corporate governance. Dartmouth , 1994.

110. Ralgave. The human face of corporate governance. Lynn Mcgregor , 2000.

111. Robert M. Hull , Juliann Mazachek. A study of the role of insie ownership. *Review of Financial Economics*. Vol 10 , issue 3 , 2001 , 213 ~ 225.

112. Ross , Stephen. The Determination of financial structure : The incentive

Signaling Approach. *Bell Journal of economics* ,1977 ;8 :23 ~ 40.

113. Shleifer A. , Vishny R. A survey of corporate governance. *The Journal of Finance* 1997 ;52 :737 ~ 83.

114. Singh M. , Wallace ND. Agency costs , ownership structure and corporate governance mechanisms. *Journal of Banking & Finance* , Volume 27 , Issue 5 , May 2003 , Pages 793 ~ 816.

115. Stephen A. Ross , Randolph W. Westerfield & Jeffrey F. Jaffe. *Corporate Finance* , 6th edition. China machine press , 2002.

116. Stiglitz , Joseph E. & Andrew Weiss. Credit rationing in markets with imperfect information. *American economic review* , vol. 71 , No. 3 , 393 ~ 410.

117. Stulz , R. Managerial control of voting rights : Financial policies and the market for corporate control. *Journal of financial economics* , 1988 ; 20 :121 ~ 126.

118. Sun Y. , Huang Z. Ownership structure & efficiency of listed companies in Chinese listed companies. *Economic Research* 1999 ;12.

119. Tam OK. Ethical issues in the evolution of corporate governance in China. *Journal of Business Ethics* 2002 ;37 :303 ~ 20.

120. Williamson , O. Corporate finance and corporate governance. *Journal of finance* , 1988 ; 38 :567 ~ 591.

121. Xiaonian Xu , Yan Wang. “ Ownership structure and corporate governance in Chinese stock companies ” , *China Economic Review* 10 (1999) 75 ~ 98.

致 谢

本书顺利地出版,离不开我的导师刘国成教授的悉心教诲。书中的观点创新、结构安排以及选材都得益于刘老师的启示和指导。刘老师恪守“传道、受业、解惑”之责,力行“人品造就学问”的为人理念,时时鞭策我学习不忘修身,从某种角度来讲,刘老师传授给我的不仅仅是学问,更重要的是学习方法和如何做人。总之,刘老师的为人品格和治学风范对我产生了深刻的影响,是我学习的楷模。在此,特向他表示深深的敬意和衷心的感谢!

还要感谢蒋敏元教授、黄清教授、王昭君教授、田国双教授及其相关授课教师,他们孜孜不倦的治学态度和为人风范深深影响我、激励我,使我顺利地完成学业。老师们对我的苦心教诲与培养,让我在经济、管理领域有如此多的领悟,且取得了很大的进步。老师们严谨的治学精神、高尚的师德以及对我生活的帮助、开导将使我记忆终生,并将对我以后的学习、工作、生活产生深远影响。

最后,我要真诚地感谢这三年半来在学习上给我认真指教,在生活上予以热诚帮助的其他老师、同学和朋友。

李红霞

2004年6月