

国有企业集团融资结构对治理结构的影响

张琪 冯丽霞(教授)

(北京化工大学北方学院 河北三河 065201 长沙理工大学管理学院 长沙 410076)

【摘要】 企业资本结构和治理结构是相互影响的,特别是企业集团内外融资比对治理结构有着重要的影响。本文主要分析融资结构影响企业集团治理结构的机制和融资结构变化对治理结构的影响,得出优化内外融资比对于完善企业集团的治理结构有着重要的作用。

【关键词】 融资结构 治理结构 内外融资比

内外融资比是影响资本结构的重要因素,通过对代理成本、信息对称度和激励机制等的影响来影响治理结构,但目前的研究只是简单的结论性介绍,对内外融资比对治理结构影响的系统研究甚少。本文以国有企业集团作为研究对象,分别从融资结构影响企业集团治理结构的机制和融资结构变化对治理结构的影响入手,就企业集团内外融资比对治理结构的影响进行分析。

一、融资结构影响企业集团治理结构的机制

1. 企业内部和外部融资对代理成本和信息对称度的影响。企业集团不同的融资方式会产生不同的委托代理关系,形成不同的代理成本,下面我们分别分析企业集团外部融资和内部融资对代理成本和信息对称度的影响。

(1)外部融资对代理成本和信息对称度的影响。股权融资是一种契约的制定和强制执行的过程,即股东作为委托人制定契约,规定集团 CEO 的行为并要求其合理运用资金,为股东财富最大化而努力工作。同样,债务融资是债权人与集团 CEO 制定契约的过程,规定安全利用资金,保证债权人按期得到利息和本金。而 Ross(1973)认为,代理成本的产生是因为契约的制定和强制执行。因此我们可以得出结论:外部融资会产生代理成本。

首先分析股权融资。股东和集团 CEO 的效用函数不同,股东作为投资者希望自己投入企业集团的资金能够产生更大的回报,即实现股东财富的最大化,而集团 CEO 则更关注自身的晋升和在职消费等。因此为保证代理人——集团 CEO 的行为不会偏离委托人的利益或不采取损害委托人利益的行为,对集团 CEO 的行为进行适当的监督和激励是必要的。外部融资产生三种代理成本:委托人的监督成本、代理人的担保成本和剩余损失(Jensen 和 Meckling, 1976)。当公众作为股东时,由于公众股权的分散,无法对集团 CEO 进行有效监督,此时内部控制问题更加严重,代理成本加大。

其次分析债务融资。一般认为债务的使用可以降低代理成本,但是资本结构理论认为,债务增加到一定程度则无效。企业集团的债务供应者一般为国有银行,其缺乏相应的动力

机制对资金的使用进行监督,同时集团 CEO 认识到债务的使用是免费的,这加大了其寻租行为的发生(Majumdar 和 Chhibber, 1999),导致债务软约束的形成,即在国有企业中或政府代理情况下,当有关公共服务的支出和投资超过预算约束时,不必对效率性和有效性目标负有责任,因为宽松的措施导致责任感的缺失(Apreda, 2005),使债务降低代理成本的功能被削弱。因此,企业集团中债务融资的代理成本也是不容忽视的。首先,存在债务对企业集团投资决策的影响而导致的股东机会财富损失。其次,债务融资同样会产生相应的监督和约束成本。Judy 和 Taylor(1998)总结了在债务合约中选择限制类型的成本,他们发现生产和投资的监督成本较高,此外还包括企业的破产和重组成本等。

企业集团对外融资时,与外部投资者相比,集团 CEO 在投资项目的预期收益等方面拥有信息优势,内部经营者和外部投资者之间存在的这种信息不对称,会削弱对外部投资者的激励,影响集团 CEO 的投资决策,直接影响企业集团治理结构的整体情况。再加上企业集团委托代理链较长,加深了信息的不对称程度,导致集团 CEO 有更多的机会考虑自身利益,加大了道德风险,同时外部资金的介入可能会引起各利益集团对控制权的争夺。这些都会影响企业集团治理结构的设置与变化,因此我们认为外部融资的信息不对称加大了代理成本。

(2)内部融资对代理成本和信息对称度的影响。一般认为内部融资的代理成本和信息不对称度要小于外部融资。企业集团的内部融资主要由集团内各企业的固定资产折旧、留存收益以及内部闲置不用的资金组成。企业集团内的留存收益和折旧等不像发行股票那样承担较大的代理成本,也无需负担任何发行成本,所以这部分内部融资几乎不产生代理成本。另外,由于企业集团控股公司的各个子公司及孙公司是独立的法人实体,它们有权进行日常融资,母公司对它们的日常融资决策通常不加以干预,此时,从整个企业集团角度来看,各成员企业对外融资的资金一部分用于组织各自的生产经营活动,这部分外部融资产生的代理成本可以作为企业集团内部

的营运成本反映,在分析企业集团代理成本时不加以考虑。但这些资金还有一部分可能作为闲置资金在企业集团内部资本市场上流转,形成企业集团的内部融资,这部分资金所存在的代理成本则要考虑。因此企业集团的内部融资也存在代理成本,但是与企业集团作为整体对外融资产生的代理成本相比较小。同时,企业集团内部虽然存在一定的信息不对称,即在内部资本市场资源配置过程中企业集团获取的公共信号和成员企业的私有信号不对称,但是内部融资信息不对称程度与外部融资相比较低。

2. 不同融资结构下对集团 CEO 的监督和激励机制分析。外部融资中的债务融资,可以在一定程度上抑制集团 CEO 的过度投资行为,对其行为起到激励和监督的作用。由于债务融资是企业集团从外部资本市场上借入资金,需要还本付息,且债务资本的融资契约具有刚性,这在一定程度上抑制了集团 CEO 的在职消费行为,迫使其为企业集团的发展而努力工作。外部融资中股权融资的股权结构也决定了委托人对代理人监督的有效性。如前所述,国家股占主导地位时,由于最终股东——公众的分散性,导致监督力度较小。而机构投资者占主导地位时,投资者关注资金的使用,相对来说,监督的有效性提高。在资本市场完善的情况下,股东可通过买卖股票行使自己的投票权,对集团 CEO 的行为也能起到一定的监督作用。而企业集团从内部资本市场上进行融资,包括利用各成员企业及母公司的留存收益、折旧、在不同的运营周期可能会剩余的现金流量等融资方式。前两种方式没有到期还本付息和股票市场上股东出售股票的压力,对集团 CEO 的监督和激励程度较低,而第三种融资方式下有一部分资金是集团内企业作为独立法人从外部资本市场上融得的,从而存在利益相关者对资金使用的监督,但与企业集团整体的外部融资相比,监督激励程度较低。

从前面的分析中我们看到,由于集团 CEO 不能完全代表股东利益,而是有其私人利益,在很多情况下企业集团总部并不是最终的剩余控制权所有者,最多只是“中间体”——准剩余控制权所有者(Scharfstein 和 Stein,2000)。同样,企业集团成员企业的 CEO 也在不断追求其私人利益,为了减少成员企业 CEO 的寻租行为,集团 CEO 需要不断监督内部市场,同时采取一些策略保证它的效率,以实现企业集团价值的最大化。另外,其他资金供应者也要对集团 CEO 和成员企业 CEO 进行监督和激励,此时在产生监督成本的同时也会产生相应的监督收益。与单一企业不同,对企业集团的监督和激励收益包括:对集团 CEO 的监督激励收益和对成员企业 CEO 的监督激励收益。

二、融资结构变化对企业集团治理结构的影响

融资结构变化对治理结构的影响,可以分为两种极端的情况——仅有外部融资、仅有内部融资和一种中间情况——内部融资和外部融资同时存在,且按照融资优序顺序进行融资。

1. 仅有外部融资。一方面,外部融资对于集团 CEO 的行为能够起到相应的激励和监督作用;但另一方面,代理成本大。同时,与一般企业相比,企业集团内部存在一个资本市场,

这一内部资本市场对于集团内部资金的融通起着重要的作用。在仅存在外部融资的情况下,集团内部资本市场的融资功能没有得到发挥,不利于企业集团各成员间资金的融通,中间治理结构无法发挥作用。

2. 仅有内部融资。虽然与外部融资相比,企业集团内部融资的融资成本较小,并且内部融资产生的代理成本较小,同时企业集团的内部融资可以在集团内部融通使用,可以加强企业集团各成员之间的联系,完善企业集团的中间治理结构,但是由于没有外部融资,缺乏相应的监督和激励机制,集团 CEO 可能会做出不利于企业集团发展的决策,同时集团外部治理机制无法发挥作用。

3. 内部融资和外部融资同时存在,且按照融资优序顺序进行融资。Myers(1984)指出,公司融资存在一种“次序等级理论”,即公司在存在内部自有资金的情况下,先使用自有资金即内部融资,然后才是外部融资。若内部融资和外部融资同时存在且按照融资优序顺序进行融资,一般认为是合理的,但是我们也不能武断地认为此时任何比例的内外融资比均是有利于完善治理结构的,因此我们还要进一步进行分析。在内外融资同时存在的情况下,企业集团中既存在代理问题和信息不对称产生的成本,也存在对集团 CEO 和成员企业 CEO 监督和激励所产生的收益。为了分析方便,我们站在企业集团的角度假设 C_E 表示股权融资引起的代理问题和信息不对称所产生的成本, C_D 表示债务融资引起的代理问题和信息不对称所产生的成本, C_0 表示内部融资引起的代理问题和信息不对称所产生的成本, P_1 表示融资引起的对集团 CEO 的监督和激励所产生的收益, $\sum_{i=1}^n P_i$ 表示融资引起的对企业集团内各成员企业 CEO 的监督和激励所产生的收益之和。同时我们假定 C 表示融资引起的代理问题和信息不对称所产生的总成本, P 表示融资引起的对 CEO 的监督和激励所产生的总收益,则:

$$C=C_E+C_D+C_0$$

$$P=P_1+\sum_{i=1}^n P_i$$

若 $C < P$,则这种内外融资比是合理的,对企业集团的治理结构有积极的影响;若 $C > P$,则这种内外融资比是不合理的,对企业集团治理结构的影响是消极的。

总之,国有企业集团资本结构是决定治理结构的重要因素,特别是内外融资比对于企业集团的治理结构有着重要的影响。因此,对于企业集团而言,应合理安排内外融资比,实现资本结构和治理结构的双重优化,以最终实现企业集团价值的最大化。

主要参考文献

1. Shleifer.A.,S.Singh.Large Shareholders and Corporate Control.Journal of Political Economy,1986;94
2. 杨兴全.企业债务融资结构与公司治理.审计与经济研究,2004;4
3. 罗斯.代理经济理论:委托人问题.美国经济评论,1973;63