

# 谈企业资本结构与治理结构的完善

贾辉艳

(北京市经济管理干部学院 北京 100102)

**【摘要】** 本文对我国企业资本结构和治理结构的特点进行了分析,并针对完善资本结构、提高公司治理效率提出了几点建议。

**【关键词】** 企业资本结构 公司治理结构 公司治理效率

## 一、我国企业资本结构与治理结构的特点及原因

1. 特点。我国企业资本结构的特点集中表现为四个方面:一是就大多数企业而言,负债率较高且短期负债比重较大,这种情况的产生主要是因为我国证券市场不发达;二是在企业融资中具有明显的股权融资偏好,这是由股权融资的“软约束”和上市公司的“壳”价值决定的;三是上市公司在融资行为上存在较显著的“配股偏好”,股权融资是上市公司资产价值增长的主要源泉,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;四是股权结构不合理,“一股独大”并且不流通,形成事实上的“内部人控制”。

2. 原因。我国企业资本结构和治理结构具有以上特点的原因主要有以下几点:

(1)资金成本的影响。资金成本是公司融资行为的最根本决定因素。作为两种不同性质的融资方式,债务融资的主要成本是在预定的期限内支付的利息和到期偿还的本金;而股权融资的主要成本则是目前支付的股息和投资者预期的未来增长的股息。从我国实际情况来看,由于证券市场的过小规模与投资者巨大需求之间存在反差,以及非流通股、证券市场市盈率和股票“溢价”的存在,公司派息水平太低,因此投资者并不指望通过获取公司的派息来得到投资回报,而是希望市场中通过短期投机行为来获得价差收入从而获得资本利得。因而,投资者也偏好于以股本扩张进行分配的公司。

此外,在现有的融资体制下,融资模式单一、银企关系不融洽。由于历史的原因,长期以来我国企业的资金主要依靠银行借款这种间接融资方式获取,直接融资(股票和债券)的比重虽然在不断上升,但与前者相比还是不够。正因为如此,企业的负债率较高,特别是在国企改革相对滞后、亏损严重的现实面前,作为债权人的银行的呆坏账不断增加,银行资产质量下降。由于我国的银行既不能拥有工商企业的产权,又不具有对企业的事前、事中、事后监督的机制和能力,从而使银行根本无法对企业进行有效的监督和约束。另外,银行在具有对企业债权的软约束力的同时,相对于公众却要承担硬性的债务负担,这种债权和债务的不对称性隐藏着极大的银行信用风险和经济的不稳定。

可见,与债务融资必须还本付息的“硬约束”相比,股权融资具有“软约束”的特点,其资金成本实际上只是一种机会成本,并不具有强制性的约束力。因此,公司管理层自然会将股权融资视为一种长期的无需还本付息的低成本融资方式。这是我国企业偏好股权融资的根本原因。

(2)公司控制的影响。融资方式的选择对公司治理结构具有非常重要的影响。其中,与股权融资方式相联系的治理结构具有“干预型治理”的特点,即投资者通过董事会来选择和监督经营者,或者通过市场上股票的买卖构成对管理层的间接约束;而与债权融资方式相联系的治理结构具有“目标型治理”的特点,企业必须定期向债权人支付数额确定的报酬,而当企业不能履行其支付义务时,债权人对企业的特定资产或现金流量具有所有权。

在我国证券市场上,一方面由于国有股所占比例较大并且不能在市场上自由流通,因而削弱了证券市场敌意购并和代理权争夺对管理者的监督作用;另一方面,由于国家所有权主体尚未明确,公司在实践中形成了严重的内部人控制问题。同时,在上市公司中存在着严重的“股权融资偏好”,大量的股权资本导致我国上市公司的负债率较低,虽然在一定程度上规避了财务风险,但由于我国企业股权结构本身不合理,国有股“一股独大”而导致治理结构的失衡,内部人控制的问题更加严重。因此,股权融资并不能对公司管理层构成强有力的治理约束。与之相反,银行借款或发行债券的主要依据是公司新投资项目的预期收益率,对项目的审查较为严格,对资金投向的约束具有较强的刚性。并且,银行具有对其贷款使用监督的规模效益,从而构成对企业行为经常性和制度性的约束。在上述情况下,公司管理层显然愿意通过股权融资或配股而不是银行贷款和发行债券来募集资金。

此外,由于国有股的绝对控股地位,很多情况下企业行为只是代表了国有大股东的意愿,在自身基本上都放弃配股的前提下,国有大股东显然乐意分享因向社会股东溢价配股带来的净资产增值收益。同时,在我国证券市场上,由于股票供不应求,上市公司通过送配股或增发新股等股权融资方式向股民圈钱后,却没有给股民以丰厚的股利回报,广大投资者的

投资积极性受到严重打击。

(3)融资工具的影响。完整的资本市场体系包括长期借贷市场、债券市场和股票市场。如果资本市场上具有多样化的融资工具,那么企业可通过多种融资方式来优化资本结构;如果资本市场的发育不够完善,融资工具缺乏,那么企业的融资渠道就会遭遇阻滞,从而导致融资行为的结构缺陷。从现实情况来看,我国资本市场的发展存在着结构失衡现象。一方面,在股票市场和国债市场迅速发展和规模急剧扩张的同时,我国企业债券市场却没有得到应有的发展甚至徘徊不前,而且企业债券市场的计划管理色彩过浓、发行规模过小,导致企业缺乏发行债券的动力和积极性,也使企业债券市场的发展受到了相当程度的限制;另一方面,由于我国商业银行的功能尚不健全,长期借款的风险较大,使得金融机构并不偏好长期借款。这两方面导致债权融资的渠道不畅,上市公司在资本市场上只能选择以配股的方式进行融资,从而影响其融资能力的发挥和资本结构的优化。

## 二、完善资本结构,提高公司治理效率

1. 拓展多种融资渠道,大力发展与完善企业债券市场,培育债权人市场。在发展股票市场的同时,我国还应加快长期借贷市场、债券市场等其他融资渠道的拓展,加快金融工具创新。从债权融资优势上看,发展企业债券市场、提高企业债券融资比重无疑是必然的选择。要保证债券市场的健康发展,最关键的一点是要严格执行信用评级制度。对发行债券的企业进行跟踪调查,实行动态评级,以促使企业持续不断地改善经营。此外,还要减少对企业债券市场不必要的行政干预以及完善法规体系等,以促进企业债券市场的发展和完善,推动资本市场的均衡发展,优化企业的融资结构。在目前上市公司存在“软约束”的特殊情况下,发行债券将迫使企业增强资金成本意识,建立有效的自我约束机制。在发展企业债券市场的过程中,要加快债权人市场的培育,而债权人市场的形成对于公司资本结构的调整和优化以及公司治理结构的完善是至关重要的。在我国上市公司的各相关利益者中,对债权人的保护是最弱的,进而助长了恶意欠债、恶意逃债等不良行为。

债权人市场的缺乏使债权人的利益得不到保护,进而经济体系中的信用机制就不可能建立起来,债务融资渠道也就无法得到充分拓展,其结果必然是企业一味地追求股权融资,财务杠杆作用的发挥将受到极大限制。显然,这对于优化我国上市公司的资本结构是非常不利的。由此可见,保护债权人利益对于改善公司治理结构具有重大意义。债权人权力的行使,需要在法律上建立一种破产保护机制,让债权人在公司存亡的关键时刻能有效地行使资产控制权并进行资源整合,以保护自己的正当权益。

2. 适当提高上市公司的债务资本比重,有利于克服过度投资。我国上市公司的股票发行基本上采用溢价的方式,而配股更是以当时的市价为标准,以几十倍的市盈率发行。上市公司由此而筹集到了大量的资金,但笔者认为这些资金并非都投向了投资收益率较高的项目。上市公司连续融资成功后资金使用效率的降低可能是导致这一结果的主要原因。同时我

们不难观测到,不少上市公司改变其招股说明书上所指明的资金使用去向,这至少说明招股时所选择项目的营利性受到质疑,并且不能保证新的资金使用去向一定符合营利性的要求。因为这时资金已经获得,如果不进行项目投资,就只能选择存入银行、购买国债或借给别人使用。因此,这时上市公司很容易做出十分勉强的投资选择,但如果采用债务融资的形式,由于债权人对项目要做十分认真的论证与评估,发生这种状况的可能性要小得多。造成我国上市公司进入资金借贷市场的主要障碍在于缺乏企业债券市场及其市场体系,因此为了让债务资本发挥更大的作用,使企业融资决策有更多的备选方案,尽快建立起我国企业债券市场体系不仅重要而且具有紧迫性;同时,建立完善的公司破产机制,让市场机制发挥其优化选择的功能,这对于完善我国的公司治理机制是十分必要的。

3. 培育法人股和其他机构投资者市场,充分发挥投资专业化的优势。发达国家法人股的投资者主要是基金管理公司、保险机构、信托机构和投资银行等专业金融机构,而我国主要是一般的工商企业、事业单位等法人实体。在目前国有股垄断持有而实际所有权缺乏人格化主体的情况下,发展机构投资者能在一定程度上弥补国有股所有者缺位问题,这无疑具有重要的现实意义。

机构投资者的存在,有利于向市场传递有用的信息,引导中小投资者的投资行为,大大提高证券市场的运作效率。要培育我国成熟的机构投资者,一是通过国有股减持,增加机构投资者持股比例,改善股权结构;二是建立健全“用手投票”机制,重视股东权利,并将“用手投票”机制作为机构投资者受托责任的有机组成部分,并允许其在股东针对公司经理层的诉讼中被委托为代表;三是强化激励与约束机制;四是向国外机构投资者开放,或通过中外机构投资者合作的方式,促进我国机构投资者队伍的发展。根据发达国家的经验,投资结构的完善对强化公司治理结构具有重要作用。

4. 完善公司治理结构,加强对经营者的约束和控制。为强化企业管理层的股权融资成本意识,可通过引入外部董事、关键债权人董事,改变公司内部人控制状况,大力培育资本市场的机构投资者以及建立市场化的、动态的激励机制等来完善公司治理结构,强化管理层的股权融资成本意识,约束其“过度圈钱”以寻求扩张的倾向。

上述分析表明,不同的资本结构影响着不同公司治理结构的制度安排,而不同的公司治理结构也影响着不同资本结构的制度安排。由此可见,资本结构是公司治理的基础与依据,公司治理是资本结构的表现与结果。因此,改进与完善我国企业的资本结构对于提高公司治理效率具有重要意义。

### 主要参考文献

1. 李格平,黄斌.国家股转让与上市公司治理结构的优化.财贸经济,1999;10
2. 孙永祥,黄祖辉.上市公司的股权结构与绩效.经济研究,1999;12
3. 汪平.财务理论.北京:经济管理出版社,2003