



# 资本结构、财务关系与公司治理

中南财经政法大学 詹雷

**【摘要】** 由不同融资方式形成的复杂资本结构背后是不同类型的投资者群体,其收益索取权和对公司的控制权不同,必然会导致其目标不一致和发生利益冲突,从而产生代理问题。公司治理机制的引入旨在降低代理成本,维持各类投资者对公司合约的参与,而最优资本结构则是受财务关系及公司治理结构影响的动态、内生性概念。本文拟对这种认识和关系进行分析和论述。

**【关键词】** 代理成本 资本结构 公司治理

广义的资本结构不仅包括负债与权益比例,还包括权益内部结构、债务内部结构以及复杂的衍生证券融资。融资方式多样化形成的复杂资本结构意味着收益和权利在不同类型投资者之间的分配,其背后是拥有不同收益索取权和公司控制权的利益群体以及他们之间相互纠结、冲突、牵制的财务关系,其代价必然是因目标不一致和利益冲突而产生的代理成本。为维护各方参与公司合约的动机、保护各方利益、缓解代理问题,需要有效的公司治理机制相配合。在降低损失和由于建立、运行公司治理机制而增加的监管及约束成本之间的权衡决定了公司治理结构,资本结构则是公司合约系统

银行借鉴发达债券市场通过做市商提高市场流动性的经验,鼓励几家实力较强的商业银行实行双边报价,并于2001年3月发布了《关于规范和支持银行间债券市场双边报价业务有关问题的通知》(以下简称《通知》)。《通知》对双边报价商的资格、权利与义务等事项做出了明确要求,并确立了做市商制度的基本框架。2001年7月25日,人民银行批准中国工商银行等9家金融机构为银行间债券市场首批双边报价商,做市商制度正式实施。2004年7月22日,人民银行将双边报价商正式更名为做市商,并将其数量增加至15家,同时引入市场表现活跃的2家证券公司,丰富了做市机构的类型。目前的做市商绝大多数是商业银行,在资金和人才方面都有较大优势,双边报价一定程度上体现了大机构投资者对债券价格的倾向,使其在引导市场理性报价、规范市场交易行为方面发挥了较大的作用。引入资金实力雄厚、市场经验丰富、市场形象良好的商业银行担当做市商,有利于提高企业债券市场的流动性,维护企业债券市场的稳定。

3. 设立债券基金。2005年年初,经国务院批准,中国人民银行、中国银监会和中国证监会共同确定中国工商银行、中国建设银行和交通银行为首批直接投资设立基金管理公司的试点银行。试点初期,既可以募集和管理货币市场基金和债券型基金,投资固定收益类证券,也可以募集和管理其他类型的基金,这说明银行基金既可以进入货币市场与债券市场,也可以依法进入股票市场。但由于商业银行多年以来

的均衡行为。本文以管理者100%持股、零负债的资本结构为起点,分析逐步复杂化的资本结构、其背后的财务关系以及与之相适应的公司治理结构。

## 一、权益结构

### (一) 管理者持股比例

管理者(创业者)100%持股、零负债是最简单的资本结构,却不是当今的主流。当外部股东参与公司合约,改变了权益结构中管理者的持股比例,代理问题也将随之产生。只要管理者不是100%持股,其行为的收益与成本就会存在不对称,管理者付出努力的成本作为减项全额进入管理者效用函数,而付

在债券基金及货币市场基金方面具有丰富的经验和人才优势,因此可以预测,商业银行基金管理公司在其运行初期,将倾向于设立债券基金和货币市场基金。我国债券基金的设立,将为我国的债券市场注入新的活力和带来可观的增量资金。

### 三、消除认识上的误区,支持商业银行参与企业债券市场的发展

长期以来,有这样一种认识上的误区,即认为商业银行投资企业债券会产生风险。其实,从商业银行自身管理的角度来看,企业债券通过严格的信用评级和信息披露可以减少商业银行发放贷款所必须付出的信息收集和判断成本。同时,企业债券比信贷资金具有更好的流动性,而且债券公开发行增强了发行人的财务“硬约束”,因此购买企业债券的风险并不比传统的贷款高,允许商业银行发放贷款却限制其购买企业债券的制度安排是不合理的。对商业银行而言,增加信用良好的债券投资对其资产组合的管理和风险控制十分有利。当然,为了降低商业银行投资企业债券的风险,管理机构可以从其投资信用等级上加以控制,即严格控制商业银行投资企业债券的信用风险。同时,商业银行也应加强对企业全方位的分析,以便控制投资风险。

### 主要参考文献

杨俊虹. 债券市场做市商制度:运行与发展建议. 中国货币市场, 2004; 11

出努力产生的收益却仅按持股比例进入。与此相反,管理者利用职务之便获得的非货币性收益全额进入管理者效用函数,而给公司带来的成本却仅按持股比例进入。因此,管理者出于自身效用最大化的目的,会倾向于少付出努力,多进行职务消费,这就偏离了使外部股东利益最大化的目标。同时,管理者对风险的厌恶通常高于外部股东。实证研究表明,管理者出于职位的考虑会防止公司成为并购目标,尽管那可能会给外部股东带来显著的超额收益。笔者认为,管理者一般倾向于建立企业帝国,使企业超过最优规模。

为了解决管理者和外部股东之间因为目标不一致和利益冲突所导致的代理问题,保证外部股东参与公司合约,必须引入管理权限和监督控制权限相分离的公司层级结构、审计监督、预算约束等正式的内部控制体系以及激励性的管理者薪酬体系,并依赖公司外部控制权市场、经理人市场为基础的公司治理机制。代理成本包括对建立和运行这些机制所发生的监管成本和管理者自律的约束成本,以及在所有机制存在的情况下仍无法避免的损失。公司治理机制的建立及完善程度取决于降低损失的潜力和监管、约束成本增加之间的对比。

相对于管理者零持股、两权完全分离的极端情况而言,管理者部分持股有助于使管理者与外部股东之间目标一致化。另外,在管理者拥有公司预期回报率的信息而外部股东不拥有的非对称情况下,管理者持股能向市场传递公司预期回报率较高的可信信号。但是,管理者持股也有利于其更方便地从事侵占公司价值的自利性活动,因此最佳管理者持股比例取决于上述效应的权衡。

### (二)机构投资者持股比例

外部股东中存在不同的利益群体,如机构投资者和中小投资者。在公司里,机构投资者能更有效地对管理者进行监督,中小投资者可以共享监督带来的收益,但是公司需要充分分散风险,因此中小投资者也是不可或缺的。两类投资者的显著差异之一在于获取公司信息的能力不同:机构投资者拥有信息优势,中小投资者处于信息劣势。因此必须保护中小投资者利益不被机构投资者侵害,否则将挫伤中小投资者参与公司合约的积极性。机构投资者对管理者实施的监督比中小投资者更有力,但是机构投资者也可能对公司价值进行自利性侵占。机构投资者持股比例对公司价值的最终影响仍是取决于这两种效应的权衡。

### (三)外部融资比例

当公司对外新发股票时,不可避免地会涉及新老股东的利益分配问题。假定将公司分为现有资产高质量和现有资产低质量两类,且管理者以老股东利益最大化为目标,并拥有公司类型的信息,而投资者不拥有此信息。当出现一个净现值(NPV)为正并需要新发股票融资的项目,新股东知道管理者只会在新投资的收益高于现有资产收益时,即老股东从新发股票中获得的利益超过新股东进入公司分享的既得利益时,才会进行投资和新发股票,因此新股东会相应调低定价,使发行价降低。这场博弈的结果是现有资产高质量公司将拒绝投资,不新发股票,现有资产低质量公司将进行投资并新发股票,而投资者会视新发股票为现有资产低质量的信号。换言之,新发股票在市场中将被视为股价高估的信号。如果公司通

过内部留存收益进行融资,就不会出现新发股票被迫低价发行以及公司投资不足(放弃某些NPV为正的项目)的问题。在内部融资不足时,发行对管理者内部信息敏感度低的证券比发行敏感度高的证券更有利于缓解低价发行和投资不足的问题。从这一角度来看,发行债券比发行股票更合理。因此,管理者认为内部融资优于债务融资,债务融资优于股票融资。

## 二、负债、权益结构

### (一)负债融资的好处

1.税盾。从MM理论考虑公司所得税因素的模型到Miller(1977)加入个人所得税因素的模型,其理论框架逐渐向复杂的现实环境靠拢,理论所预测的公司财务行为也由100%负债向更接近实际的方向演进——公司选择在0~100%之间的最优负债比例。毋庸置疑,提供税盾是负债融资的好处之一,但由于现实中存在多税种结构、复杂的抵税规定以及其他可抵税替代项目(如折旧),使税盾的价值随负债比例的上升而单调增加变得不那么明确。

2.对管理者形成约束。Jensen(1986)提出负债对自由现金流量的代理成本具有控制效应。自由现金流量的代理成本,即在公司产生大量自由现金流量的情形下,股东和管理者之间的冲突会更为突出。由于管理者有使公司成长至最优规模以上的动机,所有NPV为正的投资项目筹资所需要的自由现金流量为管理者实现其自利性动机提供了更大的可能。负债对偿付的约束性较强,定期偿付负债会减少自由现金流量,因此能有效降低自由现金流量的代理成本。按此理论,具有较多好的投资机会的公司负债水平较低;而现金充足,成长慢,成熟产业的公司负债水平较高。负债合同的一个重要特征是公司控制权的转移,即在公司违约清算时,公司控制权转移至债权人。公司控制权转移将使管理者的职位及其对公司的控制发生改变,因此对管理者有较强的约束。

3.传递信号。基于代理理论,负债能有效约束管理者;而基于信息不对称理论,负债可以被管理者用于向市场传递可信信号。Ross(1977)假定管理者拥有公司收益分布的信息而投资者不知道,管理者通过选择最佳负债水平来传递有关公司质量的信号,使外部投资者对公司进行合理评价,并使公司价值在扣除因负债带来的破产成本后达到最大化。种种理论的共同点在于:由于破产的可能性和破产成本是伴随负债融资的副产品,经营效益较好的公司可以通过选择较高的负债水平,而经营效益较差的公司无力承担破产事件的发生和破产成本而不会效仿,从而新发债务得以成为经营效益较好的公司向市场投资者传递可信信号的手段。

### (二)负债融资的成本

负债融资带来最直接的成本是破产成本。此外,与负债同时出现的是参与公司合约的另一利益主体——债权人。债权人与股东两大利益主体之间存在潜在的利益冲突,其根源在于股东和债权人拥有的索取权不同:普通股股东拥有剩余索取权并承担有限责任;债权人拥有固定索取权并承担违约风险。股东可能通过特定的股利分配、再融资及投资政策将利益从债权人那里转移到自己手中,从而给债权人造成损失。

1.股利分配政策。如果债务基于现有股利政策保持不变的定价,则公司通过削减投资或新发债务来增加股利支付将会导

致债务价值下降。在极端情况下,公司还可以通过出售所有的资产来支付清算股利,从而留给债权人毫无价值的索取权。

**2.再融资政策。**公司未预期的新发债务行为,不论是发行优先级别更高的债务,还是发行同一优先级别的债务,都会使现有债务价值下降。

**3.投资政策。**在MM理论框架中,融资决策和资本结构不会影响投资决策,换言之,如何“分饼”并不影响做出的“饼”的大小。事实上,股东和债权人之间存在的利益差别,可能导致公司股东采取扭曲的投资行为,使债权人利益受损。①投资过度,也称为资产替代,即公司宣布进行低风险项目的债务融资后,就将资金投入高风险项目,使债务价值下降。②投资不足。将公司价值来源视为由两类资产构成:一类是不依赖未来可操纵性投资决策而存在的现实资产,如产成品、存货;另一类是依赖未来可操纵性投资决策而存在的期权性质资产,如长期投资。由于存在市价与公司总价值正相关的负债,从股东利益出发,进行未来投资的好处因此而减少(负债因公司总价值上升而增加的价值是股东损失的价值),其投资动机因此而降低,使部分NPV为正的项目被拒绝,投资决策次优,导致公司价值发生减损。

### (三)债务合约条款

针对股东出于自身利益可能采取对债权人利益造成损害的行为,债务合约条款可分为以下几类:①对公司投资政策的限制。包括限制投资,尤其是限制投资于股票、债权资产等高风险项目,有的甚至限制公司的提前支付和放宽信用政策的行为,限制对整体资产的出售,对兼并高风险企业进行限制,要求对资产进行维护等。②对支付股利的限制,通常会界定可支付股利的上限。③对再融资的限制。包括限制新发债务和债务优先级别,限制租赁和售后租回等行为。④修改对债权人支付的方式。包括规定使用偿付基金和附加可转移条款等。⑤明确公司应遵守的行为。如要求公司提供诸如财务报告之类的定期报告,要求公司购买保险,要求公司高层管理人员提供保证履约的承诺等。

以上种种债务合约条款必然带来签约成本、执行成本以及限制公司自由所导致的机会成本,而最优的负债比例则应该在负债带来的好处与为保护债权人利益而设立的机制所发生的成本、机制未完全解决代理问题所剩余的代理成本之间进行权衡。

## 三、债务结构

### (一)期限结构

短期负债期限短、到期要再融资偿还的特点,一方面使市场能够根据公司经营状况的信息及时调整对公司的信用评级从而有利于其调整融资成本,另一方面将带给公司更大的清算威胁。长期负债则相反,融资成本对信息反应不敏感,清算威胁小。考察两种极端情况:如果仅选择长期负债,则负债期间不会发生清算,也不必根据信息调整定价,各类公司的融资成本无差别;如果仅选择短期负债,虽然经营效益较好的公司有更大可能以较低成本进行融资,但极易引起清算,一旦公布不利信息,则公司可能发生再融资受阻,遭到清算。在清算决策的问题上,管理者与债权人的利益不一致将会被体现出来。在许多情况下,由于公司管理者积累了行业、

市场及经营方面的经验,因此由现有管理者控制的公司将比失去现有管理者控制情况下的公司价值高,将这项正的价值差额称为控制租。Diamond(1993)证明:在控制租较小时,公司应选择短期负债;在控制租较大时,公司应选择长期和短期负债的混合。

### (二)优先级别

债务的优先级别会影响债权人的利益,发行优先级别更高或同一优先级别的新债都可能稀释现有债权。Diamond(1993)研究证明:短期负债的优先级别高于长期负债。因为短期负债可以优先进行更多的再融资,有利于减少被清算的可能,使管理者拥有的控制租不至于丧失,这与实际一致。事实上,股权可视为是期限最长、优先级别最低的索取权。

### 四、小结

公司可以采用除普通股和直接负债以外的方式融资,例如,优先股可视为介于普通股和负债之间的求偿权,而可转换债券及可赎回债务可视为债务与期权的组合。这些都会使公司的资本结构和相应的财务关系、相应的治理结构进一步复杂化。

从管理者100%持股、零负债的资本结构出发,在不同融资方式、财务关系和利益冲突下,公司治理机制会随着复杂资本结构的要求而产生,其效果和运行成本也会影响资本结构的最终形成。任何一种资本结构的表象体现的都是公司复杂合约系统的均衡行为结果,因此,最优资本结构无疑是一个动态的、因公司特性而异并受诸多因素影响的内生性变量,而非纯技术性和具有普遍适应性的概念。

### 主要参考文献

- ①Amaro de Matos Joao.Theoretical foundation of corporate finance.Prince University Press,2001
- ②De Angelo H,Masulis R W.Optical capital structure under corporate and personal taxation.Journal of Financial Economics,1980;8
- ③Diamond D.Seniority and maturity of debt contracts. Journal of Financial Economics,1993;33
- ④Fama E F,Jensen M C.Separation of ownership and control.Journal of Law and Economics,1983;26
- ⑤Harris R,Raviv A.The theory of capital structure.Journal of Finance,1991;46
- ⑥Jensen M C,Meckling W H.Theory of the firm;managerial behavior agency costs and ownership structure.Journal of Financial Economics,1976;3
- ⑦Jensen M C.Agency costs of free cash flow,corporate finance and takeover.American Economic Review,1986
- ⑧Leland H,Pyle D.Information asymmetry,financial structure and financial intermediation. Journal of Finance,1977;32
- ⑨Myers S.Determination of corporate borrowing.Journal of Financial Economics,1977;5
- ⑩Rock k. Why new issues are underpriced. Journal of Financial Economics,1986;15