

上市公司融资结构与公司治理的实证研究

——来自贵州的实践

冉光圭

(贵州大学经济学院 贵州 贵阳 550025)

摘要:融资结构包括资本结构、股权结构和负债结构。不同的融资结构决定了不同的公司治理模式及其效率,融资结构的变化会导致公司治理的变化。本文通过对贵州板块上市公司分析发现,融资结构不合理影响了公司治理效率的提高。为了改进和优化贵州板块上市公司的治理结构,提高公司治理效率,调整融资结构是其有效方式。

关键词:上市公司 融资结构 代理成本 公司治理

融资结构是企业筹集资金不同方式的构成及其融资数量之间的比例关系,包括资本结构、股权结构和负债结构。融资结构体现了资本所有者与企业经营者之间、资本所有者相互之间的关系,并构成了公司治理的核心内容,即融资结构与公司治理之间有着天然的联系。不同的融资结构决定了不同的公司治理模式与效率,融资结构的变化会导致公司治理结构的变化。本文从融资结构与公司治理的关联性入手,分析贵州板块上市公司治理现状,并提出优化贵州板块上市公司治理结构的对策。

一、融资结构与公司治理的作用机理:理论分析框架

学术界往往将融资结构与资本结构视为同义语,并认为资本结构决定公司治理。笔者认为,融资结构内在地包含了资本结构,公司的股权结构和负债结构都会对公司治理产生影响,公司的融资结构决定了公司治理的模式与效率。

(一) 股权结构与公司治理 现代公司所有权与经营权的分离,产生了所有者与经营者之间的委托代理关系,在经营者不拥有公司全部股份的情况下,经营者与股东的目标函数并不完全一致。经营者为了自身利益有动机作出有损股东利益的决策行为,非对称信息、不完全契约又为这一动机的实现提供了可能条件。经营者的道德风险(Moral hazard)行为至少表现在:工作努力程度不足;利用职务进行非生产消费;风险厌恶态度导致的投资不足行为;减少股利分配增加自由现金流量;只注重其任期内业绩变化的短期行为等。以上这些道德风险行为给股东带来的价值损失称为股权代理成本(Agency cost of equity)。为了降低股权代理成本,股东要对经营者行为进行约束。“内部治理”和“外部治理”是股东对经营者行为约束的主要形式。前者是股东以其拥有的投票权而进行的控制,股东大会的投票表决以及由股东大会选出的董事会对经营者的直接监督是内部治理的重要手段;后者则主要通过资本市场的恶意接管和股东的“用脚投票”机制实现对经营者行为的间接约束。

股权结构对公司治理的影响表现在:首先,股权集中度决定公司治理的模式。股权集中型公司更注重“内部治理”,股权分散型公司更多地依靠“外部治理”。如日本与德国公司的股权结构较为集中,以银行为代表的金融机构持股比重和非金融公司交叉持股比重较大,银行为主的金融机构在公司治理中发挥着重要作用,其公司治理模式是银行主导型;而英美国家的公司股权相对分散,其公司治理更多地依靠外部市场,股东“用脚投票”机制和资本市场的恶意接管对代理人具有很强的惩戒作用,其公司治理模式是市场导向型。其次,股权集中度影响公司治理的效率。实证研究表明,股权集中度与公司治理效率息息相关,股权集中度越高,大股东越有动力和激励去严密监督经营者,以防止经营者做出有损股东利益的行为,即外部大股东减少了经营者机会主义的范围,从而使股东与经营者之间的代理摩擦减小。因此,适度集中的股权结构有利于提高公司治理的效率。再次,股东性质也影响公司治理的效率。不同性质的股东具有不同的监督能力。银行作为大股东其股权的行使往往和债权结合在一起,银行通过公司开设的帐户了解其实际经营状况,信息优势使得银行对管理层形成很强的控制。机构投资者通常又是分散投资者的代理人,一般情况下机构投资者更关注股票市场价格的变化,而对监督经营者的行为没有很强的兴趣。但是,在机构投资者持股比例较大时,“用脚投票”会造成股票价格的下降,使其退出成本加大。因此,它们不得不转变态度,由消极投资者变为积极投资者,采取“用手投票”的形式监督经营者。最后,外部股权与内部股权(管理层持股)之间的比例关系也影响公司治理效率。Jensen & Meckling (1976)认为,在经营者不拥有公司全部股权的情况下,其拥有的股权比例越低,偷懒和谋求私利的欲望就越强。若经营者对公司的初始投资不变,增加举债融资的比例将增大经营者的持股比例,提高其工作努力程度、降低在职消费。莫克(Morck, 1988)等人的研究表明,当管理层持股比例在 0~5% 之间时,公司的盈利能力开始上升;当持股比例进一步上升到 5% 时,盈利能力开始下降;当持股比例超过 25%,盈利能力又开始缓慢上升。

(二) 资本结构与公司治理 资本结构对公司治理的影响,主要体现在负债对经理人的激励和约束两个方面。从激励角度分析,假设公司资本总额不变,利用负债融资可以降低公司对外部股权资金的需要,间接提高管理层的持股比例,使管理层与股东的目标函

作者简介:

冉光圭(1972-),男,贵州德江人,贵州大学经济学院副教授

数趋于一致,从而缓和股东与管理层之间的利益冲突;从约束角度分析,负债契约具有还本付息的“硬约束”,并且债务合同中的保护性条款对于公司在投融资、股利分配和高管人员薪金等方面的限制,会降低通常由经营者拥有决策权的企业自由现金流量,从而限制经营者的非生产性消费和过度投资行为,最大化公司价值,降低股权代理成本,改善公司治理效率。Grossman & Hart (1982) 将负债视为一种担保机制。认为经营者的效用依赖于他的经理职位,从而依赖于公司的生存。因为公司一旦破产经营者将丧失其任职期间所享有的一切货币的和非货币收益,即经营者必须承担破产成本。破产对经营者约束的有效性取决于公司的资本结构,破产的可能性随着负债比率的上升而上升。因此,当公司主要通过负债融资时,管理层会约束自己,以避免失去职位。即负债起着一种约束机制,能促使经营者审慎、勤勉地工作,优化投融资决策,提高公司经营的效率,从而降低由于所有权与经营权分离所产生的代理成本。

(三) 负债结构与公司治理 负债结构是公司负债总额中各构成部分之间的比例关系。负债结构对公司治理的影响表现在:第一,负债种类结构影响公司治理的效率。在负债类型中,银行借款与公司债券对经营者的约束程度存在着差别。银行与公司间由于反复交易且交易金额较大,当公司陷入财务困境时,银行有可能出于银企关系的考虑,与经营者之间的债务重组协议较易达成,从而使负债约束“软化”。公司债券则不同,债券持有人比较分散,经理人与债券持有人之间关于延期支付的任何协商几乎无法达成。换言之,公司债券对经营者的约束力比银行借款更强,公司治理效率更高。第二,负债期限结构影响公司治理的效率。流动负债期限短,而且往往不能展期,如果公司举借短期负债融资,会面临较强的流动性压力,为避免破产公司一般不会用短期资金投资于高风险项目,公司的资产替代行为受到天然抑制,债务代理成本因而得到相应控制。长期负债则不同,在约定的到期日前,经营者几乎不会面临压力,债权人至多在借款合同中预先设立保护性条款,但事后监督往往流于形式。也就是说,相对于长期负债而言,短期负债对经营者的约束力更强,公司治理效率更高。第三,负债优先结构也影响公司治理效率。债权人根据其权益得到保护的先后次序不同可分为优先级债权人和次级债权人,相应的债务分别称为优先级债务和次级债务。优先级债权人由于其求偿权位于次级债权人之前,他有强烈的动机去监督经营者。相反,次级债权人几乎没有监督的动力,因为监督收益首先用于保障优先级债权人的权益,满足优先级债权人索取权以后的剩余收益,则由监督企业的次级债权人与同一级别的其他债权人共同分享,如果优先级债权人的权益大于企业的清算价值,那么实施监督的次级债权人在企业清算中得不到任何收益。也就是说,相对于次级债权人而言,优先级债权人对经营者的监督更有效,公司治理效率更高。

二、贵州板块上市公司融资结构与公司治理现状分析

(一) 股权结构特征与公司治理 贵州板块 17 户上市公司股权结构的普遍特征是国家股和法人股占控股地位、社会公众股比例较低,且占总股本 63.27% 的国家股和法人股不能上市流通。过度集中的股权结构往往造成股东对经营者“内部治理”和“外部治理”的低效甚至失败。主要表现在:一是国家股产权主体缺位。国家股本质上是属于人民的,无论谁行使国家股所有者代表的权力都属于代理人,不能从控制权的行使中获得收益,因而也就缺乏监督的动力。多层次委托代理关系形成了国有资产产权主体缺位和内部人控制的局面。高比例的国家股不仅不能有效约束管理层行为,而且还在一定程度上给“内部人控制”留下了空间。二是“一股独大”现象普遍。公司第一大股东的持股比例远远高于第二、三大股东,大股东之间相互制衡的局面无法形成。17 户上市公司第一大股东平均持股比例为 51.43%,其中 64.71% 的公司最大股东持股比例超过 50%。第一大股东对董事会和管理层的绝对控制,中小股东乃至第二、三大股东对第一大股东不能形成有效的制约,股东“用手投票”的内部治理机制不能有效发挥作用。三是国有股和法人股不能流通,而能进入市场流通的股份过度分散且比例较低,通过资本市场对上市公司进行接管的行为遇到障碍,外部市场对经营者构不成威胁,股东“用脚投票”的外部治理机制也不能发挥作用。四是公司高管人员没有持股或者持股比例很低。17 户上市公司高管人员平均持股比例仅为 1.1376%,其中 11 户上市公司高管人员持股比例为 0。这说明贵州板块上市公司没有把持有本公司股票作为对高管人员的一项长期激励机制,经营者利益与股东利益不一致,增加了股东与经营者之间的代理摩擦,降低了公司治理的效率。

(二) 资本结构特征与公司治理 贵州板块上市公司负债比例普遍偏低,17 户上市公司平均负债比率为 41.48%,较全国上市公司平均低约 9.5 个百分点。负债比率过低带来的负面影响是:一是不利于降低公司融资成本。负债融资成本一般低于股权融资成本,负债比率低,不利于降低公司综合资金成本。二是不能获得较高的财务杠杆利益。负债融资具有税盾效应,公司利用负债融资可获得财务杠杆利益,而且在其它条件不变时,财务杠杆利益的大小与负债比率成正比。过低的负债比率使公司不能获得较高的财务杠杆利益。三是不利于降低股权代理成本。如前所述,负债能缓和股东与经营者之间的利益冲突,降低股权代理成本。负债比率过低,显然不利于降低由于两权分离所产生的代理成本。四是不利于向市场传递公司的真实价值。现代资本结构的信号传递理论认为,经营者对公司的经营状况平均地要高于外部投资者,即存在信息不对称问题。在非对称信息的条件下,公司的融资方式或者负债比率起着传递信息和示意优劣的作用,不同的融资方式会传递公司真实价值的不同信号:当公司主要采取负债融资方式或者负债比率较高时,表明公司价值高;反之,则表明公司价值低。因为,负债契约是一种固定收益合同,公司价值越高,扣除固定合同支付的剩余收益就越多,公司为了减少剩余盈余被外部股东分享而采用负债融资方式。相反,如果公司价值低,公司为了分摊收益损失的风险,则采用股权融资方式。简言之,负债比率过低,将向市场传递“公司价值低”的信号,从而歪曲公司真实价值。

(三) 负债结构特征与公司治理 从负债种类结构看,贵州板块上市公司负债融资工具单一。17 户上市公司长期负债多为长期借款,其次是“专项应付款”和“长期应付款”,公司债券及其它负债融资为 0。从理论上讲,银行在上市公司治理中应发挥较大的作用,银行以债权人身份参与公司治理对管理层进行监督,应成为我国上市公司债权人治理的主要特征。然而,由于我国银行的商业化进程尚未完成,并且多为国有银行,国有银行与国有上市公司产权的同质性,使得公司与银行之间的协商更容易,当公司面临债务危机时,通常都能达成债务展期甚至债务减免的重组协议,国有银行的债务对公司基本上是软约束。也就是,银行债务对公司形成的破产威胁小,

弱化了对管理层的非生产性消费和过度投资行为的约束。从负债期限结构看,贵州板块上市公司短期负债比重畸高,长期负债比重偏低。17 户上市公司流动负债与长期负债占负债总额的比重分别为 86.24%、13.76%,其中 2 户公司的长期负债为 0。这种负债结构存在的缺陷一是财务风险大。短期负债由于期限短、不能展期,当公司陷入财务困境或者现金流量困难时,破产风险增大。二是资本结构不稳定,难以保持最优资本结构。短期负债处于经常的流动和重置中,而且金额也随着公司经营周期不断变动,难以保持合理的资本结构。虽然,短期负债较长期负债公司治理效率高,但从优化资本结构、降低财务风险的角度看,仍应保持合理的负债结构。

三、贵州板块上市公司治理结构改进的对策

贵州板块上市公司融资结构不合理,严重影响了公司治理的效率。为了改进和优化贵州板块上市公司的治理结构,提高公司治理的效率,调整公司融资结构是一种行之有效的方式。第一,继续推行国有股减持计划,解决国有股过度集中且不流通的问题。过度集中的国有股股权及不可流通的机制是我国上市公司治理结构低效的关键原因,解决这一问题的途径是寻求国有股的市场退出机制。该问题的解决不仅有利于公司治理效率的提高,而且会推动我国资本市场的进一步规范发展。第二,建立有效的公司破产机制。完善有效的债务履行机制是负债融资契约实现治理效应的基础,而建立债务履行机制的关键又在于建立有效的公司破产机制。健全有效的公司破产机制,一方面能切实保护债权人利益;另一方面在公司丧失永续偿债能力时实现其控制权的转移,从而实现债权人治理。第三,推进国有商业银行的公司化改革,并适时放宽银行对工商企业的持股限制。在经济转轨时期,我国的外部市场包括资本市场、控制权市场、经理人市场还不发达,公司治理要更多地发挥银行监督的作用。为此,我国应积极推进国有银行制度的创新与金融制度的变革,把银行塑造成为追求利润最大化的产权主体和市场主体,不断把对债务人企业的负债约束由软约束变为硬约束。第四,加快企业债券市场的发展。我国股票市场发展迅速,而企业债券市场发展缓慢。截至 2004 年底,我国上市公司已达 1377 家,股票发行总股本 7149.43 亿股,股票市值总额 37055.57 亿元,占 GDP 的比重已达 27.14%。而同期上市企业债券余额仅 962.5 亿元(按未到期债券面值计算),远远小于流通股市值 11688.64 亿元,仅为流通股市值的 8.23%,而交易的品种也仅有 44 只。企业债券市场发展滞后,不仅严重阻碍了公司融资的多元化选择,不利于改善公司融资结构和中国资本市场结构,也不利于公司治理结构的改善和治理效率的提高。第五,优化公司负债结构,创新负债融资工具。为了改善公司治理的效率,应积极引导和鼓励公司进行负债融资工具的创新,优化公司负债的种类结构、期限结构、优先结构等。第六,实行公司高管人员股票期权激励计划。根据公司规模的大小和发展战略的选择,进一步完善激励制度,实施公司高管人员股票期权激励计划,提高管理层在公司总股本中的持股比例,发挥激励作用。另外,还要培育机构投资者。积极发挥机构投资者在公司治理中“用手投票”和“用脚投票”的功能,强化内部控制和外部控制。

* 本文系贵州省教育厅高校人文社会科学研究项目的阶段性成果 [项目编号:0101 号]

参考文献:

- [1] 奥利弗·E·威廉森《治理机制》,中国社会科学出版社 2001 年版。
- [2] J·弗雷德·威斯通等《兼并、重组与公司控制》,经济科学出版社 1998 年版。
- [3] 青木昌彦、钱颖一《转轨经济中的公司治理结构》,中国经济出版社 1995 年版。
- [4] O·哈特《企业、合同与财务结构》,上海三联书店、上海人民出版社 1998 年版。
- [5] 吴晓求《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。
- [6] 杨兴全、郑军《基于代理成本的企业债务融资契约安排研究》,《会计研究》2004 年第 7 期。
- [7] 张维迎《企业理论与中国国有企业改革》,北京大学出版社 1999 年版。
- [8] G rossman, S. and O. Hart. Corporate financial structure and managerial incentives [J]. In J. McCall, ed., The Economics of information and uncertainty [M]. University of Chicago Press, 1982.
- [9] Jensen, Michael C., and William Meckling. Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs, and Capital Structure [J]. Journal of Financial Economics, 1976(3).

An Empirical Study on Financing Structures and Corporate Governance of Guizhou Listed Companies

Ran Guanggu

(Guizhou University, Guiyang, Guizhou 550025)

Abstract: Financing structure includes capital structure, equity structure and debt structure. Different financing structures determine different patterns and efficiency of the corporate governance. The changing of the financing structures will cause changes on the corporate governance. Through analysis on some Guizhou listed companies, the article finds that due to their unreasonable financing structures, the governance efficiency of Guizhou listed companies is badly influenced. To optimize their governance structures and enhance the governance efficiency, making adjustments on their financing structures can be efficient.

Keywords: Guizhou listed companies Financing structure Agency cost Corporate governance

(编辑 程瑞川)