

资本结构的公司治理效应分析

高风莲

(南京审计学院 会计学院, 江苏 南京 211815)

摘要:资本结构体现不同资本主体的所有权和控制权安排,债权和股权是公司治理的核心。我国企业目前存在着股权集中度较高、国有股权主体虚拟化严重、负债契约缺乏刚性约束力、法律保护机制不健全等问题。只有从完善机构投资者、深入推进股权分置改革、恢复债务融资的治理功能、拓宽中小股东行权渠道四方面入手,才能提高资本结构的公司治理效应。

关键词:资本结构;公司治理;治理效应;股权结构

中图分类号:F271.5 **文献标识码:**A **文章编号:**1672-8750(2011)04-0017-05 **收稿日期:**2011-04-25

作者简介:高风莲(1977—),女,江苏淮安人,南京审计学院会计学院讲师,厦门大学管理学院博士生,主要研究方向为资本市场与公司财务。

基金项目:江苏省教育厅高校哲学社会科学研究基金项目(10SJD790014)

一、引言

资本结构是企业资本来源的比例关系,反映不同来源主体的特征和性质。资本结构的变化会引起资本主体控制权的变化,也会对公司代理成本、公司绩效和市场价值产生很大的影响。

公司治理本质上是关于企业所有权安排的一系列契约关系,用于合理支配企业中重大利害团体之间的关系。债权与债务关系、所有权与经营权的关系是其中最核心、最本质的关系。债权融资和股权融资是公司的两大主要融资方式。作为资金需求者的公司与资本供给者的投资方之间博弈的核心问题就是如何设计一套完善的公司治理机制,确保在两权分离情况下使资金所有者能从代理人的投资中获得相应的收益,并确保代理人能对其偿付能力做出“置信承诺”,以吸引其他外部投资者^[1]。

二、资本结构对公司治理的影响分析

良好的公司治理是培育最佳资本结构的摇篮,资本治理效应的高低也直接制约着资本结构的合理性。

(一) 债权和股权是公司治理的核心

控制权理论认为,公司治理是由股东、董事、经

理和职工组成的一个多元利益共同体的“权力束”,可以把债券与股票看成是公司治理的不同权力束。资本结构是资金来源的比例关系,不仅反映资金流动的问题,还反映资本所有者深层次的控制权问题,所以资本结构的选择也就是控制权在不同证券持有人之间的重新分配过程^[2]。公司控制权具有一定的隐性灰色收益^[1,3],对经营者仅予以控制权激励的收效并不显著,关键问题是如何设计合理的资本结构使公司负债的破产清算机制能有效地配置公司的控制权,能有效地限制内部经营者以投资者的利益为代价而追求自己目标的过度投资倾向,从而形成有效的监督制度^[4]。

(二) 债权契约发挥刚性的期限治理效应

契约理论认为,公司是由利害关系者参与的一系列不完全契约的有机组合。由于信息不对称、人的有限理性和机会主义,再加上外部环境的不确定性,契约合同执行的透明度低,履约的整个过程是个“黑箱”,其合理性无法被验证或被观察,造成了公司不完全契约的违约概率很高。因此,在不完全契约中,公司剩余索取权和剩余控制权的有效配置就是公司有效治理的关键。股权与债务虽是融资工具,但能充分地反映公司的契约和控制权治理。债务与股权融资是资本结构的构

成元素,不同投资主体表现出的不同产权特征会对内部管理者形成有效的监督和激励,如债权的期限不同会对经营者形成刚性约束,而股东参与经营决策的权力使其可以随时根据公司的运营状况弹劾公司管理层。Diamond 指出由于负债具有破产威胁,会损害经理层声誉,从而可以形成刚性制约机制^[5]。Grossman 和 Hart 通过实证分析发现债务定期还本付息会逼迫管理层拿出现金到期偿债^[6]。Fama 认为按时偿债的银行负债限制了管理层的自主行为,从而约束了管理层自由支配资金的能力^[7]。

债务刚性的期限结构,要求定期还本付息,尤其是短期负债到期时间短,是监督内部管理者机会主义的有效工具,对公司内部人具有强制性的治理约束作用。Hart 和 Moore 认为短期债务能迫使管理者吐出现金^[8]。Rajan 的研究表明短期债务给贷款人提供使用最少精力而能有效监督内部人的灵活性^[9],负债的税盾效应能发挥融资的杠杆效应,但如果超过一定额度,就会产生无效投资的投资替代行为^[10]。Jensen 等人认为,债务支出减少了企业的现金流量,可能限制企业从事有利可图的项目,压缩了经理从事低效投资的选择空间。同时,债权再融资通过破产清算会引起公司治理控制权的转移,改变公司治理状态的依存关系,导致公司控制权治理契约的改变,会避免资产替代和投资不足等现象的产生。因此,最优资本结构下的债务水平应是在债务破产清算成本和债务税盾杠杆效应之间进行权衡^[11]。

(三) 复杂的股权结构滋生双层的委托代理关系

根据委托代理理论,公司治理的实质就是解决因所有权与经营权分离而产生的委托代理问题^[1]。股权结构是公司治理效率的解释变量,公司治理环境是资本结构的培育摇篮,尤其是公司治理结构的组织模式选择和参与治理的人员构成与相互制衡对公司绩效和融资方式起到关键作用。股份制的产生引起公司控制权与所有权的分离^[12],也产生了股东与公司管理者之间的利益冲突。这种委托代理关系普遍存在于法制比较健全和股份相对分散的经济发达国家,而对于股权高度集中和法制不太完善的发展中国家,LLSV^①发现控股大股东会勾结公司管

理层从上市公司转移利益,形成内部人控制^[13]。另外,终极所有人主要利用金字塔结构分离控制权和现金流权,从而掏空集团公司。大股东与管理层共同侵犯中小股东利益事件屡见不鲜,这就产生了第二层次的委托代理关系,即大股东与中小股东的委托代理关系^[12]。

(四) 动态资本结构是传递公司治理质量的媒介

由于信息不对称,内部管理者比外部投资者更了解企业收益和投资的真实情况,而两权分离和两者利益函数上的差异会引发内部管理者的私利欲望。为了考核资本投资的安全性和保值增值性,依据信号传递理论,资本结构的动态变化过程通过信号传递可以折射出不同利益相关方运用融资方式选择和资本数额变动进行利益博弈的调整过程,以形成有效的制衡机制,从而约束代理人行为^[14]。因此,资本结构也就理所当然成为内部信息外在化的重要渠道之一,投资者可以通过筹资方式和筹资结构来判断公司的财务状况和经营成果。据此,Myers 和 Majluf 提出了新优序融资理论。他们认为,负债比率与公司质量呈正比例关系,负债越高,公司质量越高,反之亦然;公司陷于财务困境时,会考虑发行股票而融资;财务困境被忽略时,公司会选择债券融资^[15]。大量实证研究也表明,公司再融资方式和融资比例也会对公司控制权分布和公司价值产生影响,如 Harris 与 Raviv、Stulz 认为资本结构对企业控制权竞争后果产生影响,若控股股东原先拥有的股份比例较低时,则他们将倾向于债权融资^[16-17]。

三、目前我国企业资本结构的公司治理效应分析

我国企业资本结构的公司治理效应不高表现在以下四个方面。

(一) 股权集中度高,拉长了委托代理关系链
股权结构能反映上市公司股本来源构成比例,也反映不同资本所有者对公司的最终控制权和剩余索取权。在我国,上市公司的股权集中度高,股权结构比较复杂,大股东独揽控制权,金

①LLSV 是法与金融学研究领域内“四剑客”的简称,他们是拉波塔(La Porta)、罗伯特·维什尼(Robert W Vishny)、洛配兹·西拉内斯(Lopez-de-silanes)和安德烈·施莱弗(Andrei Shleifer)。

金字塔形的企业集团引起公司现金流与控制权的高度分离,为大股东“挖掘隧道”打开方便之门,这样就在 Jensen 和 Meckling 提出的股东与经理层的代理问题之外产生了 La Porta 等人提出的大股东与小股东之间的委托代理问题^[18,12]。很显然,这种委托代理问题主要源于大股东一股独大,股权缺乏相对制衡机制,滋生出内部人控制问题,致使大股东与公司管理层形成共同利益集团,合伙侵犯中小股东的权益^[19]。

(二) 国有股权代理人目标多元化,削弱了股权治理效应

国有股“一股独大”问题,虽然经过多年的股权分置改革有所缓解,但由于国有企业产权主体的复杂性和多元化,归国家所有的国有股仍存在产权纠纷问题。国有股存在严重的代理问题,损害了中小股东的利益,遏制了控制权市场的发展,致使经理人市场和声誉市场无法正常运作^[20]。同时,作为国家代理人的国有资产管理机构由于缺乏配套的监督激励机制滋生出后天性的国有股权执行职能的“虚置缺位”现象,这就决定了国有股东的权益在公司治理中很难得到有效保障,其冗长的委托代理链上的“代理人”也很难制约公司管理层的道德风险和逆向选择,导致国有企业的委托代理成本增加^[21]。同时,国有股比例较大且可流通性较差,决定了国有股与其他流通股“同股不同权,同股不同利”,导致两类不同性质的股东对股利支付、再融资方式和投资目标等方面的财务活动有着显著的偏好差异,先天性地割裂了国有股东和流通股东的自然融合,两者性质的差异也额外地增加了国有控股股东与中小流通股股东之间的委托代理成本,致使国有企业的公司治理效率低下。

(三) 债权与股权主体的同源性致使负债约束缺乏刚性

按照 Jensen 和 Meckling 的自由现金流量理论^[11],负债要求定期还本付息,本质上具有刚性约束力,银行负债定期偿债刚性约束也限制了管理层的自主行为,从而约束管理层自由支配资金的能力;另外,外在的破产清算机制,通过资本市场上的控制权转移可以降低管理者的投机动机。Aghion 等人认为债务人不定期偿债,债权人就可以通过刚性契约实现剩余控制权的重新配置^[21]。在我国,企业负债水平比较高,理应对管理层的道德风险和

逆向选择倾向形成很强的约束机制,然而,国有企业负债股权化的性质,导致负债软约束的普遍存在。为此,理论界对我国高负债比率的约束作用争论颇大,实际上,负债比率高低因企业的行业、规模和性质等差异而有所不同,不能一概而论,德日企业在较高的负债下取得了良好的业绩,而英美企业却在较低的负债下取得了好的发展,这些现象足以说明我国企业负债比例高低本身并不是影响债权约束力的根源所在^[22]。实际上,负债约束的非刚性最本质的根源在于国有银行与国有企业产权的同源性,国有金融机构作为“超经济性质”的组织^[23],肩负着扶持国有企业的“神圣使命”,再加上国有银行内部治理不健全致使市场机制下银行的融资配置和控制权转移功能丧失,扭曲了公司融资需求与金融市场的天然互动性关系。简而言之,国有企业和国有银行的同源性致使债权债务关系“虚拟化”,打破了债权债务关系的契约刚性,严重弱化了债权的破产清算力度^[24]。

(四) 法律保护机制不健全束缚了中小流通股股东权限

理想的资本结构能够有效地配置资本,将稀缺的、有限的资本配置到效益最高的企业或投资项目中去,避免资本的闲置浪费。但在我国特殊的制度背景下,国家股和法人股等为主体的非流通股股权高度集中,非流通股与散户的中小流通股具有天生的利益分水岭。中小股东虽数量众多,但持股比例小且相对分散,要想理智地“用手”投票参与决策,需要承担全部的信息搜寻成本,却只享受持股比例对应的微小收益。基于自身的成本收益原则,中小股东很难履行“用手”投票职能,且对公司的监管基本无能为力,他们被迫采取“搭便车”策略,从而弱化股权约束秉性,由此产生内部人控制问题^[24]。中小股东迫于无奈履行“用脚”投票职能,略有风吹草动就频繁易手股票,主要从事一些短线投机炒作,并不失时机地免费“搭便车”,而很少去关注公司的长期经营状况,更没有动力去收集信息,监督管理者行为,自我维权保护意识薄弱;另外,中小股东法律保护体系仍不太健全,缺乏有效的控制权市场和公平交易的资本市场,经理人基本上由大股东直接任命,公司董事会成员也对大股东言听计从,中小股东代言人的作用微不足道。因此,上市公司成为控股股东疯狂“抽血”的蓄水池,大股东公然地站到

中小股东的对立面,以牺牲中小股东利益为代价的机会主义行为屡见不鲜,而经理人也成为大股东的盘剥中小股东利益的挡箭牌。很显然,大股东与中小股东之间的利益冲突已成为公司治理中另一类重要的委托代理成本,“全世界大公司的中心代理问题都是如何限制控股股东损害小股东的利益”^[25]。

四、提高资本结构公司治理效应的建议

通过以上分析,笔者认为要提高资本结构治理效应,要从四方面入手。

(一) 促进机构投资者的完善,形成制衡的股权制约机制

积极完善上市公司股权结构,形成股权制衡的法人治理结构。随着其他大股东制衡能力的增强,第一大股东的掏空程度呈现出先升后降的倒“U”型形态,被掏空的企业价值呈现出先降后升的“U”型形态^[20]。这就要求拓宽股权融资渠道,形成多元化的投资主体,保持相对均衡、合理的股权制衡机制,激励投资主体群策群力、集思广益,形成统一战线监督管理层的投机倾向;还要循序渐进地解决一股独大问题,积极稳妥地发展机构投资者,允许和引导基金、保险、养老金机构持股,逐步降低上市公司第一大股东的持股比例,使大股东与中小股东的利益偏好趋于一致^[26],以便充分发挥机构投资者的监督和激励作用。

(二) 不断缩小不同性质股权主体的利益差异,合理匹配国有股权代理人的责权利

首先,继续推进国有股权分置的后续工作,逐渐消除流通股与非流通股先天性的本质差异,实现流通股与非流通股的利益函数逐渐吻合,减少双方的利益偏好差异。其次,建立相对独立的国有股权职责的履行机构,要确保公司中的国有资本都有明确的、独立的、排他性的代理人机构,并且他们能履行股东的责权利,同时,要对代理人机构建立相应配套的认证与诚信评级制度以及违规处罚制度,以切实保证出资人代表的职能落到实处。

(三) 加快金融体系市场化进程,恢复债务融资的治理功能

国有企业与国有银行的同源性导致了双方的债权债务关系的“虚无”,国有银行成为国有企业资金来源的强大后盾,国有银行因行政命令必须

承担对国有企业“救死扶伤”的神圣使命,所以导致我国公司融资陷入“劣币驱逐良币”的恶性循环之中。治标须治本,强化债务融资先天性的刚性约束机制,首先要完善国有银行的内部治理机制,加大国有银行的市场化进程,让银行内部建立切实有效的绩效考评机制,促使金融机构从自身的投资风险预警体系出发,从源头上杜绝对质量不高上市公司的贷款。各级政府部门要“抓大放小”,自觉实现由“运动员”向“裁判员”的转变,减少行政干预,银行信贷资金的具体流向要由银行自己决定。这样,债权融资方式就会发挥其刚性的定期还本付息基本职能,挤压内部管理层的自由现金流量,充分发挥债权对内部经营者的约束作用和控制功能,形成对股权融资职能的互补效应,形成对资金管理全程实时的监控机制。

(四) 拓宽中小股东行权渠道,全面提高公司治理效应

理论上,中小股东作为企业的所有者本应拥有企业的剩余索取权和剩余控制权,但由于持股比例低,中小股东“用手”投票的成本很高,再加上自我投资保护意识薄弱,中小股东的权益保护只能借助于外在的“保护伞”——中小股东的法律保护体系^[12]。所以,我国应健全少数股东权利法律保护体系,逐步营造出一个相对理性、价值主导的资本市场,借以保证中小投资者获得相对可靠、风险适度的投资机会,以降低其短线投机炒作的频率,从而降低公司的权益融资成本。另外,通过日趋完善的投资者法律保护机制可以选拔出中小股东利益真正的代言人——独立董事。忠于职守的独立董事会给管理层施加很大的压力,提高上市公司治理的透明度,从而有效监控企业的经营决策,避免过度投资,促进资金的高效配置。

参考文献:

- [1] Shleifer A, Vishny R W. A survey of corporate governance[J]. The Journal of Finance, 1997, 52: 737 - 781.
- [2] Philippe A, Patrick B. A theory of trickle-down growth and development[J]. The Review of Economic Studies, 1997, 64: 151 - 173.
- [3] Zingales Luigi. The value of the voting right: a study of the Milan Stock Exchange experience[J]. The Review of Financial Studies, 1994, 7: 125 - 129.
- [4] 林毅夫. 产权改革不能解决政企不分问题[J]. 经济研

- 究参考,1997(35):32-33.
- [5] Diamond W D. Monitoring and reputation: the choice between bank loans and directly placed debt[J]. The Journal of Political Economy,1991,99:689-721.
- [6] Grossman S, Hart O. The costs and benefits of ownership: a theory of vertical and lateral integration[J]. Journal of Political Economy,1986,94:691-719.
- [7] Fama E F. Agency problems and the theory of the firm [J]. Journal of Political Economy,1980,88:288-397.
- [8] Hart O, Moore J. Property rights and the nature of the firm[J]. Journal of Political Economy,1990,98:1119-1158.
- [9] Rajan G, Zingales Luigi. The great reversals: the politics of financial development in the twentieth century [J]. Journal of Financial Economics,2003,1:5-50.
- [10] 肖作平,廖理. 公司治理影响债务期限水平吗? ——来自中国上市公司的经验证据[J]. 管理世界,2008(11):143-188.
- [11] Jensen M C. Agency cost of free cash flow, corporate finance and takeovers [J]. American Economic Review, 1986,76:323-329.
- [12] La Porta R, Lopez-de-Silanes F, Shleifer A, et al. Corporate ownership around the world [J]. Journal of Finance,1999,64:471-517.
- [13] Johnson S, La Porta R, Lopez-de-Silanes F,et al. Tunneling[J]. American Economic Review,2000,90:22-27.
- [14] 胡玉明. 中国国有企业债务问题的制度性分析[J]. 经济评论,2001(1):32-35.
- [15] Myers S, Majluf N. Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have[J]. Journal of Financial Economics,1984,13:187-221.
- [16] Harris M, Raviv A. The theory of capital structure[J]. Journal of Finance,1991,46:297-335.
- [17] Stulz R. Managerial control of voting rights: financing policies and the market for corporate control[J]. Journal of Financial Economics,1988,20:25-54.
- [18] Jensen M C, Meckling H. Theory of the firm: managerial behavior agency costs, and capital structure [J]. Journal of Financing Economics,1976,3:305-360.
- [19] 叶陈刚,王海菲. 公司内部治理机制研究述评与启示 [J]. 审计与经济研究,2011(1):90-97.
- [20] 于东智. 股权结构,治理效率与公司绩效[J]. 中国工业经济,2001(5):54-62.
- [21] Philippe A, Abhijit B. Currency crises and monetary policy in an economy with credit constraints [J]. European Economic Review,2001,45:1121-1150.
- [22] 胡玉明. 试论现代公司制度、金融市场与企业理财和会计的共生性[J]. 会计研究,1996(4):36-38.
- [23] 肖作平. 公司治理结构对资本结构选择的影响[J]. 经济评论,2005(6):32-38.
- [24] 吴红军. 股权制衡、大股东掏空与企业价值[J]. 经济管理,2009(3):44-52.
- [25] 李科,徐龙炳. 资本结构、行业竞争与外部治理环境 [J]. 经济研究,2009(6):116-128.
- [26] 陈祖华,朱庆仙. 公司治理模式的国际比较及启示——从资本结构角度的分析[J]. 南京审计学院学报,2005(1):7-9.

(责任编辑:杨凤春)

Research on Corporate Governance From the Perspective of Capital Structure

GAO Feng-lian

Abstract: Capital structure reflects the arrangement of capital ownership and control rights, and debt and equity are the core of company governance. At present, Chinese enterprises are confronted with some problems such as high ownership concentration, serious virtualization of state-owned equity, soft liabilities contract and short legal protection mechanism, etc. Only through improving the institutional investors, advancing the reform of non-tradable shares, restoring functions of debt financing governance, and widening the channels of small and medium shareholders, can we improve the capital structure of corporate governance.

Key words: capital structure; corporate governance; effect of governance; equity structure