

# 论企业融资制度与公司治理结构

张 睿

企业融资制度不仅表明企业从什么渠道（银行和金融市场）、以何种方式（股权融资还是债权融资）获得企业生产发展的资金，而且还反映了股东、债权人、经理人员及职工之间的经济关系，这种关系则涉及到公司治理结构的不同类型及其效果。众多研究表明，有效的公司治理结构是提高经济效率、维护出资者权益的重要保证，因而探讨企业融资制度与公司治理结构的关系对于转轨经济国家，特别是对于中国构建高效的金融制度与公司治理结构有着重要的意义。

## 一、发达国家的企业融资与治理结构：比较分析

传统上，比较公司融资制度的方法是从企业融资成本与风险角度来比较企业融资来源结构的异同。就企业融资来源结构而言，发达国家的企业融资有差异也有共性（见表 1），其差异是各国直接融资与间接融资的相对比重存在较大差别，日本和德国的直接融资比重较小，而间接融资的比重较大；美、加、法、意等国的间接融资比重虽比直接融资高，但直接融资的比重相对要高些。同时，在经济发达国家中，直接融资中股票和债券的融资比例也存在较大差异（参见表 2），美国股票融资比例较小，英、法、加拿大等国的股票融资比例比债券融资比例要大。另一方面，就普遍情况看，发达国家的融资顺序比较一致，即遵照内源融资 间接融资 直接融资的融资顺序。这种从融资来源角度研究融资制度的方法无疑从其他角度研究企业融资制度的基础，但这一方法并未能揭示出企业融资制度在监控企业中的作用，因为即使在两个融资来源和比例相近的国家也会因其他制度安排不同而呈现出不同的公司治理结构，因而，直接从公司治理结构角度来研究企业融资制度可能更具现实意义。

公司治理结构就是协调企业相关利益人包括股东、贷款人、经理人员、职工之间经济关系的一套制度安排，它包括相互关联的三个方面，即控制权的分配和行使、对企业、董事会、经理人员、职工的监督和评价及激励机制的设计与实施。公司治理结构实质上涉及到委托—代理理论的核心问题即委托人如何以最小代理成本激励代理人和防止代理人的道德风险问题。由于转轨经济国家存在一些制度缺陷，进而存在普遍的内部人控制现象，即内部人（经理人员和职工）合谋掌握了企业的实际控制权而损害外部人（贷款人及股东）的利益，因而控制内部人控制或外部人如何有效的监督和约束经理人员（内部

人）则成为经济学家研究公司治理结构时关注的重点。

表 1 企业融资来源的国际比较 (%)

	美国	加拿大	法国	德国	意大利	日本	英国
内源融资	75	54	46	62	44	34	75
外源融资:	25	40	59	26	52	66	32
来自金融市场	13	19	13	3	13	7	8
来自金融机构	12	21	46	23	39	59	24
其他	0	6	-5	12	4	0	-7
外部资金合计	25	46	54	38	56	66	25

说明：美国为 1944-1990 年平均数，其他国家为 1970-1985 年平均数。

资料来源：R. Glenn Hubbard, Money, the Financial System and the Economy. Addison Wesley, 1994。

表 2 发达国家企业外部融资来源比重 (%)

	美国	日本	德国	英国	法国	加拿大
银行贷款	62	60	58	63	70	29
股票	2	5	6	14	18	25
债券	30	5	1	8	2	15
其他	6	30	35	15	10	21

资料来源：格兰·赫巴德：《金融体制 公司财务和经济发展》，芝加哥大学出版社，1990。转引自许小年：《信息、企业监控和流动性——关于发展我国证券市场的几个理论问题（上）》，载《改革》，1996（4）。

关于公司治理结构的分类标准可能很多，但一个与企业融资制度相联系的分类是莫兰德 1995 年提出的关于市场导向型和网络导向型的划分。前者的主要特征是存在一个非常发达的金融市场，股权较为分散，对经理人员的约束主要通过竞争性的经理市场和活跃的公司控制权市场来实现的，这种体制主要存在于美、英、加等国；后者的主要特征是公司股权的集中持有、银行债权的比例较大，金融机构在公司监控中起很大作用，这种体制主要存在于日本、德国等地。

与上述公司治理结构分类十分相近的，但更明确地阐述了企业融资制度与公司治理结构关系的研究是 E·伯格洛夫作出的，这是一个从公司融资理论引申出来的分析框架。伯格洛夫将融资类型分为“保持距离型融资”和“控制取向型融资”，与这两种融资类型相对应的公司治理结构是“目标型治理”和

“干预性治理”。实质上,这两种治理结构与莫兰德提出的两种治理结构是不谋而合的,市场导向型与“目标型治理”、网络导向型与“干预型治理”实质上是从不同侧面观察的同一事物,但伯格洛夫的框架更清楚地显示了企业融资制度在公司治理结构中所发挥的作用,因而有必要详尽讨论。

伯格洛夫认为,当一个企业主或经理没有足够的内源资金去实现可能获利的投资时,就必须寻求外源资金,为使出资者愿意出资,企业主必须向出资者提供可靠的保障,这种保障可以是:(1)确认出资者在特定情形下对企业的资产和现金流量具有所有权(如通过提供抵押品),或(2)放弃投资决策的一部分控制权,使出资者享有一定的控制权。以前者为保障的融资称为“保持距离型融资”,以后者为保障的称为“控制取向型融资”。

“保持距离型融资”所引致的公司治理结构称为“目标型治理”,这种制度的基本特点是:(1)出资者多为资产组合取向型的,强调风险的分散化,不太关心实际的控制,只要他们的本息得到了偿付,并不直接干预企业的经营战略决策;(2)一般而言,银行融资相对较少且多有担保,债券融资较多,债权、股权结构较为分散,公司间相互持股较少,股票换手率高,其代表国家主要是英、美等国家;(3)对企业的事前监控、事中监控及事后监控是分离的,三者分别由投资银行、信用评估机构及金融市场进行,对经理人员的约束主要通过公司控制权市场和破产程序等外部机制实现的。股权持有者可通过转让股份(“用脚投票”)、债权持有者在利益得不到保障时可通过出售担保品或通过向法院申请破产清算以威胁经理人员,由于这些威胁的存在,经理人员不得不努力工作,进而减小代理问题。

“目标性治理”要发挥作用必须具备一些条件,这些条件包括发达的金融市场、竞争性的劳动与经理市场、高度流动性的资产市场、规范的投资银行与信用评级机构等中介机构、完善的法律特别是破产清算法律制度等。但即使完全具备上述条件,“目标性治理”也不是尽善尽美的。首先,这类治理结构会使经理人员产生短视行为,为了使自己的利益不被其他经理人员替代,经理人员往往将注意力主要集中于短期盈利而非长期发展;其次,由于股权、债券的过度分散,有可能使监控者缺位,这是“目标性治理”潜在的最大的缺点。监控企业是需要付出监督成本的,出资者监控企业的动力源自于其监控收益与成本的比较。就监控成本而言,大额出资者与小额出资者实施有效监控的成本基本是一致的,但他们获取的收益却相差很大,出资多者获益多,出资少者获益少,因而小额出资者监控企业的净收益往往很小,这样小额出资者的理性选择便是放弃企业的监控权而“搭大额出资者监控的便车”,由大额出资者实施监控,而当资本所有权相当分散后,出于监控收益与成本的比较便都放弃了监控权,从而造成监控者缺位。美国20世纪30年代后,股权分散化趋势有所加强,经济学家勒纳(R. Lerner)于1966年对美国最大的200家非金融公司的控制类型的调查结果表明,经理人员实际掌握企业控制权的比例从1929年的58%上升至1963年的85%,这说明在“保持距离型融资”情况下,由于股权过度分散化导致的内部人控制现象很普遍。

与“保持距离型融资”相对的是“控制取向型融资”,这种融资制度的特点是:(1)投资者多为控制取向型投资者即有对企业实施控制的偏好;(2)企业控制取向型融资比例高,股权、债权较为集中,银行贷款在外源融资中的比例较高;(3)公司间持股很普遍,股权转让不频繁等。

“控制取向型融资”引致的公司治理结构被称为“干预性治理”,即通过干预企业的重大经营决策来监控企业。在这种治理结构下,对企业的事前监控、事中监控及事后监控往往集工商企业或商业银行于一身,金融中介机构在这种治理结构中具有重要作用。实质上,“干预性治理”又具有两种形态,一是集中性股权持有者如工商企业、共同基金、金融机构等的直接干预,这种体制中董事会起主导作用;二是债权持有者的相机性控制权即债权人享有“状态依存”性控制权,之所以这样,是因为债权人仅在企业无力履行义务的状态不佳时期才行使控制权,此时控制权才从内部人手里自动转移至债权人(银行),这种控制权的变更可以转移企业所有权,也可以不转移所有权。内部人要防止控制权的转移,必须保持企业的良好状态,从而达到有效治理结构的效果。后一种干预状态数日本最为典型,存在于日本几十年的主银行制即是这种治理结构的代表。

“干预性治理”特别是相机性治理要发挥作用的前提是:内部人控制的企业从长远看有生命力且企业最好是团队取向的生产组织,金融机构自身状况良好、具有监控能力等。其优点是:(1)能够减小企业破产的概率进而减小社会震荡;(2)由于经理人员被替换的可能性较小,可能更愿意从长期角度考虑决策,从而有利于企业的长期发展。但是这种治理结构的缺陷也是显而易见的:(1)由于银行只在企业经营状况不佳时才进行控制,因而在银行控制之前内部人掌握实际控制权,从而会存在经理人员努力不足的问题;(2)“控制取向型融资”使企业与银行的关系过于紧密,容易导致银行贷款的过度集中,进而使银行不良贷款增加,日本银行比英、美等国的银行有更多的不良债权似乎与此有关,解决这一问题的一个可能办法是组成银团(辛迪加)贷款以使银行贷款分散化,但这一方法又面临一个如何协调众多银行的问题;(3)由于信息披露制度和法律规范的不健全,银行可能掩盖问题企业的严重性等。

上述对“保持距离型融资”和“控制取向型融资”的讨论表明,两种融资制度及其引致的公司治理结构互有优点和缺点,而且这两种融资制度要对公司治理结构发挥有效作用均有其赖以依存的条件,因而不存在根本上的优劣之分,且两种融资制度存在一定程度的互补性,正因为如此,在现实中它们有相互融合的趋势。在美、英等国,在20世纪80年代末、90年代初出现起了一股“积极股东行动”即将只关心短期收益的消极股东转变为具有控制企业意愿的积极股东,积极股东的主体是以共同基金、养老金为代表的机构投资者,如美国机构投资者的持股量从1980年的20%增加至1990年的31%,英国机构投资者持股比例从1980年的42%上升至1990年的59%,加拿大的这一比例1980年为20%,而至1990年则上升为30%,金融机构在这些国家作为重要股东的作用正逐步加强。同时,日本的主银行作用也在衰减,随着日本金融自由化的推进,企

业与银行一向紧密的关系已演变为相对松散的“关系型融资”（即出资者在一系列事先未明确的情况下，为了将来不断获得租金而增加融资），债券融资增加，投资银行的作用得到加强，这说明“保持距离型融资”的作用在日本有增强的趋势。虽然“保持距离型融资”和“控制取向型融资”不存在根本的优劣之分，但我们不难看出两者存在的一个显著共性：即融资制度要对公司治理结构发挥积极作用，其基本条件是该融资制度要内生出既具有监控动力又有监控能力的监控者，这恐怕也是两种融资制度有相互融合趋势的理论依据。

应该指出的是，“保持距离型融资”与“控制取向型融资”和传统上的股权融资与债权融资的区分是有区别的，虽然股权融资与债权融资可能是上述两种融资制度的典型代表，但并不完全一致。股权融资可以是保持距离型的也可以是控制取向型的（如高度集中的股权），银行的债权也是如此，而在债券融资中，由于一般债券持有人并不干预企业的经营，因而债券融资更多的是“保持距离型融资”；因而，究竟是哪种融资制度则取决于企业与出资者的关系。基于此，在本文中更多的使用了一个比投资者更为宽泛的概念出资者（包括股权持有者和债权持有者）来指代资本所有者。

## 二、转轨经济国家的融资制度与企业治理结构：问题与困境

“保持距离型融资”和“控制取向型融资”的一个共同点是出资者与企业的关系均是基于商业原则的自主选择，而非强制性选择。与这两种融资制度相对立的另一级融资制度是所谓的政府主导型融资，<sup>10</sup>这种融资广泛存在于东南亚及原计划经济国家等转轨国家。

东南亚各国在摆脱殖民统治后，发展经济成为重中之重，为了在最短的时期赶上发达国家的经济发展水平，各国均不同程度地推行了赶超性的经济发展战略，并确定一些重点产业加以扶持，扶持的主要方式是干预银行按政府意图提供贷款，从而使银行成为政府政策的工具，在这些国家金融压抑比较普遍，金融市场极不发达，遭排斥其他信用形式的存在，企业的融资主要靠银行信贷，被确定为政府重点扶持对象的企业从银行贷款很容易；但非重点支持产业很难从银行获得融资，其融资主要靠内源融资。由于政府在很大程度上直接控制企业融资，因而这种企业融资制度被称为政府主导型融资。<sup>11</sup>

政府主导型融资虽然以银行贷款为主要融资方式，但笔者并不认为它是前面所言的“控制取向型融资”或等同于日本的主银行制度。其原因是“控制取向型融资”制度下虽然银行与企业的关系较为密切，但其关系仍是基于商业原则和自愿的；而东南亚各国的融资形式虽在不同程度上有主办银行制的味道，但东南亚各国的银企关系带有更强的行政干预性，而且这些国家的银行一般也不享有“相机控制权”。因而，东南亚各国的政府主导型融资比成熟的主银行制更易导致银行债权的损害，因为在政府的过度干预下，银行的事前监控和事中监控更为不力，进而企业所受的外部约束更为脆弱。

比东南亚国家更为典型的政府主导型融资存在于前计划经济国家或者说社会主义国家。在计划经济国家，计划是配置

资源的最主要手段，国有企业所需资金均是由国家筹集和分配的，这种融资体制实质是以国家为唯一中介的融资体制，因而可称为“国家融资”<sup>12</sup>。至目前为止，中国的企业融资制度仍可以理解为国家融资体制。

中国的国家融资制从形式上看经历了两个主要不同的时期，即改革前以财政融资为主的时期和改革后以国有银行融资为主的时期。改革前，我国实行的是高度集中的“集财于国”的体制，国家掌握了几乎除满足居民基本生活标准以外的任何收入，财政收入直接形成国家资本，并按政府的经济发展战略分配资本给国有企业。此时，银行是财政的附庸，主要为国有企业提供短期流动资金。从形式上看，这时的资本主要是一种无偿资本（实际上也是有成本的）。

随着中国以“放权让利”为特征的经济改革的推进，国民收入和储蓄格局迅速发生了变化，财政支配的收入迅速下降，已降至入不敷出的程度，因而无力继续直接向国有企业融资。为解决国有企业融资的困境，国家不失时机地加强了专为国有企业融资的国有银行的建设，由国有银行替代财政向企业提供短期资金与长期资金，从而国有银行沦为财政制度的一种替代品。<sup>13</sup>银行信贷是需要企业付出利息的，因而从形式上来讲国有企业的资本主要是一种有偿资本。

国有企业的融资虽然从无偿形式转化成了有偿融资的形式，但并未从根本上改变国家融资的性质，因为国有银行也是国家的，国家是国有企业债务的最终承担者，区别仅在于财政融资是通过“国民收入—财政—国有企业”这一过程来完成的，而银行融资是按“居民收入—国有银行—国有企业”的方式进行的。在国有银行受国家行政控制很强的情况下，银行融资同财政融资一样在国有企业治理结构方面面临着严重的困境。

在国家融资体制下，国家融资作为国有企业的直接所有者和国有企业经营失败的责任承担者，是国有企业理所当然的监控者。但是国家作为国有企业的监控者是存在很大问题的，国家既无能力，又无动力监控国有企业。<sup>14</sup>就监控动力而言，国家受到监控成本过高和在国有体制下不能随意破产的双重制约，从而使国有企业的预算软约束成为常态。另外，国家在监控能力方面也存在缺陷，国家既是投资者又是行政管理者，政资不分的格局使国家在监控企业过程中存在强烈的行政化倾向：一方面，国家在选择经营者时更多的受行政目标和力量驱使，从而很难选出具有经营才干的经营管理者；另一方面，国家监控国有企业的主要手段是行政手段，若加强对国有企业的监控，会导致对经营人员过多的行政干预，进而影响企业经营效率，这在计划经济时期是被证明了的。若要提高效率，就需给国有企业充分的经营自主权，但这又导致“内部人控制”失控，这是我国改革后出现的新情况，因而国家在监控企业方面存在两难选择。<sup>15</sup>

改革后，中国金融业的一个显著变化是资本市场特别是股票市场的迅速崛起，其积极意义在于拓宽了国有企业的融资渠道，将国家承担的部分责任转移给了居民。但是，从目前来看，中国股票市场对于改善国有企业治理结构的积极意义不会太大。中国股市从一开始就是畸形的，首先是上市资格的行政配

置,从而股票市场成为国有银行制度的替代品或者说股市存在很大程度的虚增成分;<sup>16</sup>其次,不能流通的国有股占主体,如1997年底沪、深上市公司中国家股平均占40%左右。在国家股不能流通且占绝对支配地位的情况下,一方面股市的非流通性使股市对上市公司的监控功能得不到有效发挥,另一方面国家仍是国有企业的监控者,从而仍无法摆脱国家作为监控者在企业治理结构方面的双重困境。何浚曾对我国上市公司的内部人控制程度作了实证分析,结果发现我国上市公司的内部人控制问题相当严重。<sup>17</sup>

上述对像中国这样的转轨经济国家融资制度和企业治理结构的分析表明,这一制度的根本缺陷在于国家融资制度没有内生出合格(即有能力又有动力)的监控者或者说是监控者的缺位。

### 三、中国的企业融资制度与企业改革:可能的方向

通过上面的讨论,这样一种观点应该是明确的:即合格的监控者对于构建有效的公司治理结构是非常重要的,国有企业治理结构的困境也正在于合格监控者的缺失,照此推理,合格监控者的重塑对于国有企业治理结构的改革是必须的。这一推理无疑是符合逻辑的,但问题的关键是如何重塑国有企业的监控者。一种观点是国家仍充当国有企业的监控者,只是在国家和国有企业间增加一些中间监控者,即在国家资产管理部门(或称国有资产管理委员会)之下成立一些金融机构性质的公司,由其行使投资主体职能,这种办法被称为“金融机构制”。<sup>18</sup>

“金融机构制”相对于直接的行政干预制增加了监控层级,或许有某些绩效改进,但其本身仍具有重大制度缺陷,包括:(1)不管是国有资产管理委员会还是国有资产管理委员会之下的金融机构仍是国有的,其行政干预色彩不会淡化,进而仍面临国家直接监督国有企业的两难困境;(2)“金融机构制”是通过“政府 国有资产管理委员会 金融机构 国有企业”这一监督机制进行的,相对于原有的直接干预制大大增加了代理链条,无疑会增加代理费用,而且如何有效监督国有资产管理委员会和金融机构又成了一个极大的问题,若不能有效监督这些机构,由于其掌握的投资金额巨大,内部人控制问题将更加严重。“金融机构制”的上述制度缺陷决定了其运作效率不会太高甚至有恶化的危险。实际也是如此。“金融机构制”在我国已试行了几年,截至1998年底,上市公司中由国有资产管理局或国有资产经营公司(控股公司)代国家行使监督权的最少有111家,占上市公司的40.03%,但上市公司的效益不仅没有好转而且有下滑态势。<sup>19</sup>

“金融机构制”的根本缺陷在于它仍没解决监控主体的能力与动力问题。前文分析表明,国有企业合格监控主体的缺位是中国国家融资体制内生的,因而,改革中国企业的融资制度才是根本的解决办法。发达国家的融资制度包括两种基本类型:“保持距离型融资”与“控制导向型融资”;因而改革中国的融资制度就面临究竟向哪种融资制度转化的问题。有人认为,中国就业压力大,国有企业不易破产,因而应发展“控制

导向型融资”制度,所谓的主办银行制就是这种观点的反映;而相反意见认为,“控制导向型融资”往往容易导致银行经营风险和不良资产的增加,因而应大力发展股票市场,向“保持距离型融资”制度迈进。客观而言,这两种观点均是有一定道理的,但又是不足的。中国企业改革进入到今天,其情况已存在很大差异,我们应针对具体情况利用已有改革成果推进企业的进一步改革;同时,“保持距离型融资”和“控制导向型融资”均存在一定的缺点,又存在一定的互补性,因而我们最佳的做法是区别情况“相机性”选择融资制度,使上述两种融资制度在公司治理结构方面发挥协调作用。中国现存的企业有国有与非国有之分,国有企业有股份制企业(有上市的也有未上市的)也有非股份制企业,我们可以根据这些情况选择相宜的融资制度。

1. 对于银行债权已占很高比例的中小国有企业和大部分非股份制企业实行以银行为主的“控制导向型融资”或者说主办银行制。原因是这些企业用股票、债券融资的可能性不大,而银行债权已经很大,由银行负起监控企业的责任更为合理,且这能减少因破产引致的社会成本。这种“控制导向型融资”的监控者显然是银行,但银行要担负起监控者的责任,必须满足以下条件:

(1) 银行要有“相机性”监控权,当企业经营发生困难后银行有接管和改变管理人员的权利,因而从法律上要赋予我国商业银行这种“相机性”控制权,当国有企业发生困难后可取得控制权以直接干预企业。“相机性”控制权可以转移企业的所有权也可以不转移所有权,由于我国实行的是银行与证券分业经营的管理制度,因而,在这一制度约束下可实行不转移企业所有权的“相机”控制权。

(2) 商业银行要有能力也要有动力监控企业。在“控制导向型融资”中,由于银行可获得信息租金、长期声誉租金、相机性租金等,进而有动力监督企业。但这一条件成立的前提是银行必须是一个以利润最大化为目标的企业,只有如此银行才有动力去追求挽救企业的长期租金。但我国国有银行在追求利润方面的激励明显不足,而非国有银行的实力又太弱;此外,国有银行也存在能力不足的问题,国有银行不良资产过大、资本金不足,无力承担关系企业的经营风险,因而在我国现行银行体制下,发展银行主导的“控制导向型融资”存在合格监控者缺位的问题。解决这一问题的办法只能是改革我国现行的银行制度,改革的方法主要有两种:一是改革国有银行制度,实行股份化改革,使国有银行成为能够追求利润最大化、自主经营的经济实体;另一种办法是加快非国有银行的发展,其好处是增加国有银行的外部竞争压力,使非国有银行逐步成为有能力监控企业的主体。

(3) 金融监管水平要高。“控制导向型融资”由于银行与企业过于紧密的关系及银行承担责任的过大往往会造成银行过大的经营风险,因而必须要有相当高的金融监管水平来监管银行,否则,银行危机的发生会使这种融资方式不会长久。中国要发展“控制取向型融资”将面临的一个首要任务是提高我国的金融监管水平。

2. 对资产负债率较低且经营状况良好的非国有企业及部分股份制国有企业可通过金融市场融资。通过市场融资可以是“保持距离型”的,也可以是“控制导向型”的。一般来说,以债券融资的多为“保持距离型融资”;以股票融资的,若股东多而分散,可以认为是“保持距离型”的,相反则可认为是“控制取向型融资”。在中国,债券融资是极不发达的,而股票融资却畸形的发达。造成这一状况的原因是股票比债券对居民更有吸引力吗?非也!其原因在于:由于我国股票市场的内在缺陷使股票融资对企业的约束比债券低(前面我们分析了我国股票市场对企业监控功能很弱,而债券则是硬约束,债券若到期不能偿还,居民会上街闹事等),因而我国企业更愿意选择股票融资;对居民来说,由于债券的流通性极差(虽然股票在中国的流动性也很差,但相比债券其流动性要好些),难于转手和投机,因而居民更倾向于购买股票。要改变中国金融市场结构的畸形状态及其对企业软约束的弱势,必须进行相应的制度特别是金融制度变革:

(1) 发展民营的、规范的投资银行及信用评级机构等中介机构。投资银行及信用评级机构在“保持距离型融资”中承担着重要的事前和事中监控功能,因而发展以盈利为目的、中立而规范的中介机构对于“保持距离型融资”的正常发展是必要的。

(2) 增强中国金融市场的流动性。在我国,金融市场的流动性主要要解决三个问题:一是债券的流通问题;二是非上市国有企业股票的流通问题;三是已上市国有企业国家股的流通问题。具体如何解决这些问题,由于篇幅限制,不能详加探讨,但可以肯定的是,流动性的增加可以增强“用脚投票”这一机制作用的发挥,虽然“用脚投票”的投资者不直接干预企业的经营决策,但当投资者都抛售股票、债券时,会降低企业的市场价值,市场价值的降低会使企业被收购,进而转移企业控制权的可能性增大,从而对企业形成威慑,这是“保持距离型融资”引致的治理结构发挥作用的一个重要机制。

(3) 发展机构投资者,改善股市的持股结构。在当前,股市对国有企业的治理结构难以发挥作用的重要原因是国家持股太多,而国家又难以胜任监控责任。解决这一问题的可能办法是发展机构投资者,将国家持有的大部分股权转让给机构投资者或非国有企业,让这些有能力的监控者充当“控制取向型”投资者去监控企业,国家股本“搭便车”运营,<sup>20</sup>另一方面,允许经营良好的非国有企业上市,以使其在中国上市公司中起到示范作用,增加股市的竞争性。

(4) 建立社会保障制度,推行破产制度,以增加破产清算对企业的外部约束力。

必须指出的是,在中国转轨经济时期,国家对金融仍有着很强的控制偏好。<sup>21</sup>在国家实施金融控制这一约束条件下,要改革中国企业的融资制度及国有金融制度(包括国有银行及国家控制的金融市场)必然是艰难的漫漫长途。不过,实证分析表明,国家控制金融的收益在下降,而成本却在显著上升,<sup>22</sup>因而国家放松金融控制和改革国有金融的动力和压力在加大,在这一背景下,按照本文的逻辑,要改善我国企业的治理结构,上

述提出的改革我国企业融资制度和金融制度的建议无疑会成为一个可供选择的方案。

#### 四、结语

企业内源融资的不足产生了外资融资的需要,进而涉及到企业与出资者的关系,如何协调这种关系引出了公司治理结构问题,从而融资制度与公司治理结构具有内在的逻辑联系。经济发达国家融资制度的经验表明,融资制度能否在公司治理结构中发挥积极作用,其关键是该制度能否内生出合格的监控主体,中国等转轨经济国家融资制度的根本缺陷正在于合格监控者的缺位,因而,要塑造合格的监控主体,建立有效的公司治理结构,从根本上变革我国的融资制度和金融制度是十分必要的。

#### 注释:

钱颖一:《中国的公司治理结构改革和融资改革》,载青木昌彦、钱颖一主编:《转轨经济中的公司治理结构》,北京,中国经济出版社,1995。

青木昌彦:《对内部人控制的控制:转轨经济中公司治理结构的若干问题》,载青木昌彦、钱颖一主编:《转轨经济中的公司治理结构》,北京,中国经济出版社,1995。

Moerland, D. W. 1995. "Alternative Disciplinary Mechanisms in Different Corporate Systems." *Journal of Industrial and Organization*.

伯格洛夫:《转轨经济中的公司治理结构:理论与其政策含义》,载青木昌彦、钱颖一主编:《转轨经济中的公司治理结构》,北京,中国经济出版社,1995。

张军:《现代公司的理论与经验》,53页,上海,上海译文出版社,1994。

19 郝继伦:《中国股票市场发展分析》,陕西财经学院博士学位论文,1999。

青木昌彦、丁克:《关系型融资制度及其在竞争中的可行性》,载《经济社会体制比较》,1997(6)、1998(1)。

10 11 王跃生:《亚洲金融危机与亚洲企业的融资制度》,载《经济科学》,1998(2)。

12 14 张春霖:《国家融资与国有企业的领导班子问题》,载《经济社会体制比较》,1997(3)。

13 16 21 22 张杰:《中国金融制度的结构与变迁》,太原,山西经济出版社,1998。

15 郑红亮:《公司治理理论与中国国有企业改革》,载《经济研究》,1998(10)。

17 何浚:《上市公司治理结构的实证分析》,载《经济研究》,1998(5)。

18 张春霖:《从融资角度分析国有企业治理结构》,载《改革》,1995(3)。

20 肖耿:《产权与中国的经济改革》,北京,中国社会科学出版社,1995。

(作者单位:西安交通大学 西安 710061)  
(责任编辑:曾国安)