

资本结构、契约理论与上市公司治理

余志宏 段红涛

摘要: 本文首先运用契约理论对传统的资本结构理论进行补充和发展,认为合理的企业资本结构应该有利于降低代理成本和破产成本等交易成本,有利于企业融资、提高企业效益,有利于保护债权人和投资人利益,有利于提高公司治理效率。然后对中国上市公司资本结构和股权结构进行实证分析,发现中国上市公司资本结构呈现负债率偏低、股权比例偏高的特征;同时,独特的股权结构不仅决定了中国上市公司资本结构的性质,而且从根本上决定了上市公司治理的效率。

关键词: 资本结构 契约理论 公司治理

上市公司是资本市场基石,上市公司规范程度和经营业绩的好坏决定着一个资本市场的成熟度。资本结构是指公司自有资本、债权资本和股权资本分别占总资本的比例。资本结构一方面决定着公司治理的性质,另一方面又与公司的市场价值(股票价格)和股东的回报有着直接关系,从而成为分析上市公司的财务行为、经营管理与市场表现的重要工具。股权结构则是指公司各种类型股东持股比例,是资本结构的重要组成部分。在新制度经济学看来,企业是一组契约的集合。上市公司的资本结构、股权结构就是反映缔结这组契约主体的成分及相互关系;上市公司治理某种程度上就是反映契约主体在就公司经营管理和利益分配上达成的契约安排,这种契约安排的好坏决定着上市公司治理效率的高低。因此,本文将在契约理论的指导下,分别研究中国上市公司资本结构和股权结构的性质和特征及其对上市公司治理的影响。

一、MM 定理与资本结构契约理论

(一) MM 定理及其发展

对于资本结构问题的研究始于 20 世纪 50 年代。当时最有影响的研究成果是莫迪利安尼和米勒(H. Modigliani & M. H. Miller)所提出的“不相关定理”,即企业的融资结构与企业的市场价值无关。在《资本成本、法人融资和投资理论》一文中,莫迪利安尼和米勒建立了著名的 MM 模型。这个模型被人们用两位经济学家名字的第一个字母命名为 MM 定理。从此以后,许多经济学家都沿着 MM 定理开创的思路对融资结构和资本结构问题进行了深入的研究。

MM 定理分为定理 1 和定理 2 两个部分。MM 定理 1 假定:公司处于没有税收的经济环境,公司的股息(派息)政策与企业价值无关,公司发行新债务时不会对公司已有债务的市场价值产生影响,公司无破产成本,资本市场高度完善。这一假定意味着资金可以充分自由流动,资本市场上存在着充分竞争的机制,且市场上存在着充分的信息,因此,预期收益率相同的证券有着相同的价格。这是一种典型的古典式假定。在这些假定下,MM 定理 1 认为企业不能通过改变资本结构改变其市场价值。

MM 定理 2 在不改变定理 1 的假设前提下,认为:负债融资企业的普通股预期收益率(r_e)按照负债/股权比率(D/E)

的一部分增长;增长率取决于企业所有有价证券预期收益率(r_a)与企业债务预期收益率(r_d)的差额(若企业不负债,则 $r_e = r_d$),用公式表示即: $r_e = r_a + D/E(r_a - r_d)$ 其中, r_a = 预期营业收入/所有有价证券市场价值; D 与 E 分别是债券与股票的市场价值。从 MM 定理 2 可知,在无债务或债务的风险水平较低的假定下,企业改变资本结构可以改变股权收益率。并且,这种变化是随企业负债率的提高而呈线性增加。

MM 定理 2 的结论似乎与定理 1 互相矛盾。按照定理 1 企业负债比例提高不会改变企业价值,即企业股价不会因此改变;按照 MM 定理 2 企业负债比例提高又会提高股票预期收益率,从而促进股票升值。解释这一矛盾现象的关键因素是债务风险。在现实中无风险的债务并不存在,企业借债越多,债务风险越大,股权收益率随资产负债率的增长而逐渐减缓,而债务收益率则由于风险增加而提高。企业负债率提高后,股东的收益风险相应提高,要求有更高的投资收益率作为补偿,与风险相适应且反映投资者要求的收益率为必要收益率。必要收益率的提高,抵消了预期收益率对股价上升的推动作用。

1963 年,莫迪利安尼和米勒又共同发表了《公司所得税和资本成本:一项修正》一文,将公司税引入 MM 定理,考虑公司税的影响以后,利用财务杠杆机制,由于企业支付的利息计入成本,可以免征企业所得税,从而获得免税优惠,结果将使企业的价值增加。于是,运用财务杠杆机制,企业的价值等于同等级不运用财务杠杆机制企业的价值加上免税现值 PVTs(Present Value of Tax Shield),即杠杆收入。在企业所得税作用下,企业调整其资本结构,增加其债务资产比例,会增加企业市场价值。而且,企业负债越多,市场价值越大。这显然与事实又有较大出入。

为了进一步完善上述理论,1977 年米勒发表了《债务与税收》的论文,以 1986 年美国税法改革以前的经济环境为背景,提出了把公司税和个人税均包括在内的模型,以估计负债杠杆对企业价值的影响。由于股息收入和债息收入均计入个人收入累积交所得税,但股票收益中的资本收益(买卖股票价格之差)的实际税率低于股票和债券利息收入的税率,因为股票资本收益中最初 60% 的长期资本收益是免税的,并且,只有在资本收益切实实现时即卖出股票后才交税,潜在的未实现的资本收益是免税的。因此,平均来讲,股票

收益的税率小于债券收益的税率。于是,企业所得税中负债的免税优惠显然被个人所得税中股票税收优惠所抵消了。该模型考虑了公司税和个人所得税对企业价值的综合影响。因此,如果考虑不同收入阶层的税负差别,则处在不同收入阶层的投资者对股票的偏好程度也不相同。但从企业和投资人的整体角度看,只要企业由免税优惠而形成的纳税节约大于投资人的纳税损失,企业就有可能从获得的免税优惠中让出一部分给投资者,例如,提高公司债券利率,以吸引资金流向债券,通过这种方法可以吸引一部分利息税负过重的个人投资者,从而提高企业的负债率,直到均衡税率即公司的免税优惠等于投资者的纳税损失时的税率形成为止。因此,均衡税率决定着整体的公司负债率,而不是公司的负债率可以无限制提高。

(二) 资本结构的契约理论

MM定理能够成立的关键是认为资本市场是完善的,不存在代理成本等交易成本,而且所有市场主体都具有同样的信息和同等的机会等等。在这些假设条件下,投资者能够通过“自制的”杠杆代替企业的杠杆,从而使得企业的法人价值独立于公司的融资结构。任何企业想通过改变资本结构来改变企业市场价值的意图,都会被股票、债券持有者为追求自身最大的利益而采取的相应对策所抵消。因此,企业的金融目标和行为总是受到投资者利益目标和行为的制约和平衡。该定理揭示了实物资本是影响企业价值的决定性因素。

MM定律的这些带有新古典主义色彩的假设与现实世界相去甚远,尽管后来的发展使其具有一定的实用性。“由于不对称信息和各种类型的破产成本,信贷市场不可能像上述假设所要求的那样平滑地运行。一个套利者想获得需要的贷款可能是不可以的,因此自制的杠杆可能是不现实的。相应的资本结构将影响法人价值,同时影响资本成本;也有可能资本市场的完善限制了法人融资的可能性”(韦坎德,1999)。在现实中,法人净价值不仅会影响企业的融资成本,而且还会通过对企业融资行为和资本市场的运行、实际投资的影响导致宏观经济波动。因而企业的资本结构问题就“进入”了现实的新制度经济学“环境”。

新制度经济学认为,企业在本质上是一组契约的集合,可视作个人间契约关系的连结,并且由于信息不完全和交易成本存在,契约不可能完备。因此存在着组织的资产和现金流量可分割的剩余控制权和剩余索取权,在企业中个人互相抵触的诸多目标会被一个契约关系的框架带入均衡。在最简单的现代公司制企业中,债权人所有是固定清偿契约的签订者,正常状态下不拥有企业的控制权,但当企业某种状态出现(例如破产),则拥有企业控制权。股权所有者则占有剩余控制权和剩余索取权,但当企业出现某种状态(破产)则让渡控制权。债权人、股东与管理者,本质上是委托代理关系。公司治理结构事实上是股东作为委托人与作为代理人的管理者签订的一组契约,资本结构和公司治理作为契约组合的组成部分,它们的构成和变动必然会引起整个契约均衡的变动。

因此,为什么不同企业对股权和债权有不同的偏好?企业内部债权和股权之间的关系是什么?如何确定企业的(最优)资本结构?是现代契约理论必须解释的资本结构问题,也是一个重要的产权问题,因为它涉及到企业控制权和剩余索取权。

Jensen 和 Meckling(1976)在这一领域做出开创性贡献,他

们提出了关于资本结构决定的契约理论,随后不断有契约经济学家来完善。资本结构的契约理论实际上也是对MM定理的发展,相当于放松了无破产成本和代理成本等假设条件下通过契约理论来研究资本结构问题。

资本结构的契约理论认为当经营者不是企业的完全所有者(存在外部股权)的情况下,经营者的工作努力使他承担全部成本而仅获得部分收益。同样,当他在在职消费时,他得到全部的收益却只承担部分成本。结果导致经营者不努力工作却热衷于追求在职消费,这种行为的后果是企业的价值小于管理者为企业的完全所有者时的价值。这个差额就是外部股权的代理成本,当外部股东能够理性预期到这样一个代理成本时,他们购买股票时的价格策略将考虑到代理成本的因素,所以这一成本将由管理者负担。在企业管理者采取债务融资的方式时,在投资总量和本人财产给定的情况下,债务比例的增加将加大经理的股权比例,从而降低了外部股权的代理成本。但债务融资导致另一种代理成本,经营者作为剩余索取者有更大的积极性从事有较大风险的项目,因为他能够获得成功的收益,并借助有限责任制度把失败的损失推给债权人。经营者的这种投资行为所带来的企业价值的损失被称为债权的“代理成本”。如果债权人能够理性预期到这个代理成本,将使举债融资的成本上升,债权的代理成本也由经营者来承担。

因此,存在着股权的代理成本和债权的代理成本之间的权衡,最优的资本结构可以通过最小化总代理成本得到,这时股权的边际代理成本等于债务的边际代理成本。许多因素影响股权的代理成本和债权的代理成本,进而影响到最优资本结构决定的那一均衡点。委托代理问题及代理成本存在的条件包括:(1)委托人与代理人的利益不一致:由于代理人的利益可能与公司的利益不一致,代理人最大化自身利益的行为可能会损害公司的整体利益;(2)信息不对称:委托人无法完全掌握代理人所第三者对代理人进行监督,尽管如此,有时委托人还是难以评价代理人的技巧和努力程度;(3)不确定性:由于公司的业绩除了取决于代理人的能力及努力程度外,还受到许多其他外生的、难以预测的事件的影响,委托人通常很难单纯根据公司业绩对代理人进行奖惩,而且对代理人也很不公平。股权的代理成本包括委托人的监督支出,代理人的保证金支出,剩余损失等。股权的代理成本产生的根源在于代理人委托人成本收益函数的差异导致的代理人决策与使委托人福利最大化的决策之间存在偏差,公司治理所要解决的正是这个问题,它是一套监督和约束管理者,使其尽量少地偏离股东利益最大化目标的制衡机制。这个机制效率的高低将影响股权代理成本的大小。债权的代理成本包括与具有高度杠杆作用的企业有关的负激励效应,以及这些激励效应所产生的监督支出、破产和重组成本。通过在契约中加进各种各样的保证条款,债务持有人可限制导致债券价值降低的管理行为,同时拟定和履行这类条款也会带来成本。另外,不同类型的企业破产与重组成本也有所不同。公司治理的效率、债权契约的效率及行业区别(破产重组成本不同)等都会对公司最优资本结构产生影响。对于公司治理效率较高,股权代理成本低的企业,能以较低成本得到外部股权投资。而债权代理成本低的企业,如债权人对管理有较强控制,收入稳定且非专门的固定资产比例高(从而破产成本的期望值低)的企业,倾向于有较高的资产负债率。

Grossman 和 Hart(1988)为了对管理者几乎或根本不拥有

股权的大型现代公司进行解释,在 Jensen 和 Meckling 的基础上提出了 Gossman 和 Hart 模型,其中假定经营层在企业中持股比例为零或者接近于零,这个假定符合大型或超大型企业的情况。这时债务可视为一种担保机制,能够促使经理多努力工作少个人享受,并做出更好的投资决策,从而降低由于所有权与控制相分离而产生的代理成本。他们认为经理的效用依赖他的经理职位,从而依赖于企业的生存,一旦企业破产,经理将丧失任职好处。这就是所谓的破产成本。企业的存在概率同资产负债比密切相关。如果投资完全通过股权进行,破产的可能性几乎为零,经理就可以将所有的钱用于享受任职好处,而如果投资完全通过举债筹集,则任何非利润最大化的选择都必然导致破产。举债融资可以被当作一种缓和股东和经理冲突的激励机制。如果经理不发行债券,就不会有破产的风险,这意味着经理处在相对不受约束的地位,从而最大化利润的积极性就低,代理成本就高,结果市场对企业的评价也低,企业的资金成本就高。如果经理发行股票的同时发行债券,股东就会认为如果经理行为偏离利润最大化,其自身也要付出代价,市场将意识到企业的利润将上升,企业的市场价值会增大。但是债务发行会带来企业破产概率的提高,从而提高经营者的成本。企业的债务融资比例决定于债务融资的成本与收益之间的关系。

在 Jensen 和 Meckling 的模型中,假定外部股票投资者能够无偏地估计代理成本,不存在信息不对称。但事实上,管理者比投资者更了解企业内部的信息。罗斯(Ross)首次系统地将对不对称理论引入企业资本结构分析,在罗斯的基础上,迈尔斯(Myers)与麦吉勒夫(Majluf)进一步考察了信息不对称对资本结构的影响。由于管理者比投资者更清楚企业的分布和自身工作努力情况,外部股权所有者可能高估或低估代理成本,经理只有在股价高估(代理成本低估)时才肯发行股票,这种情况下自然不会有人愿意购买,这就产生了逆向选择问题。股权融资是个坏消息。因为此时股价已经高估,新股发行总会使股价下跌,股价如果过低可能会严重到新投资者获取的收益大于新项目为正的净现值,该项目也会被拒绝。如果企业通过内部融资和发行债券,这种投资不足就可以避免,由此发展了融资方式的啄食顺序(Pecking order)理论。即由于非对称信息总是鼓励企业经营者少用股票融资,企业总是尽量用企业内部积累资金来投资,其次是发债券,直到因债券增发引起企业陷入财务亏空概率达到危险区才最后发股票。这个结论与 1965 - 1982 年美国经验统计基本相符,此间美国非金融企业集资总量中,内部积累占 61%,债券占 23%,股票仅占 2.7%。由于内部人和外部人关于企业的真实价值或投资机会的信息不对称,导致了企业市场价值的扭曲,降低了投资效率。不同的融资结构会传递有关企业真实价值的不同信号,管理者应选择合适的融资结构,即资本结构,以增强正面的信号,避免负面的信号。

资本结构的契约理论表明,不同企业尽管资本结构不可能完全相同,但作为反映企业融资结构和真实价值的资本结构,还是应该遵循成本收益原则,即合理的企业资本结构应该有利于降低代理成本和破产成本,同时有利于企业融资,提高企业效益,保护股权投资人和债权人的产权利益。“啄食顺序理论”在检验资本结构合理性上具有一定的指导意义。

二、中国上市公司资本结构特征分析

(一)中国上市公司资本结构特征

100

中国上市公司资本结构特征是与国内非上市企业和国际上成熟的资本市场上市公司相比较而表现出来的。中国上市公司资本结构明显有悖于“啄食顺序理论”,表现如下。

1. 中国上市公司资产负债率偏低且呈下降趋势。

资产负债比是反映公司资本结构最重要也是最基本的指标,从表 1 我们不难发现有近 65% 中国上市公司的资产负债比率低于 50%,近四分之一低于 30%。这种资产负债比率分布明显偏低。而且上市公司的资产负债率随着中国资本市场的发展呈不断下降的趋势,这一点从表 2 中能得到明确说明。

表 1 上市公司 1999 - 2000 年资产负债率的分布

资产负债率	1999 年(家)	2000 年(家)
0 ~ 30 %	247	267
30 ~ 50 %	428	469
50 ~ 80 %	411	350
80 % 以上	47	47

资料来源:黄少安、张岗:《中国上市公司股权融资偏好分析》,载《投资与证券》,2002(3)。

表 2 1992 - 2000 年中国上市公司资产负债结构变化趋势

年份	公司数量	资产总额(亿元)	负债总额(亿元)	负债比率	流动负债比率(%)
1992	53	481.00	312.73	65.02 %	50.1
1993	183	1 821.00	888.00	48.76 %	37.1
1994	291	3 309.00	1 681.00	50.80 %	38.8
1995	323	4 295.00	2 337.00	54.41 %	42.0
1996	530	6 352.00	3 412.00	53.72 %	40.6
1997	745	9 660.58	4 835.81	50.06 %	38.8
1998	851	12 407.52	6 140.76	49.49 %	39.1
1999	949	16 107.36	8 468.01	52.57 %	39.0
2000	1088	21 673.88	11 594.11	53.49 %	40.2

资料来源:黄少安、张岗:《中国上市公司股权融资偏好分析》,载《投资与证券》,2002(3)。

中国上市公司资产负债率与国内非上市企业特别是国有企业相比,上市公司的资产负债率明显偏低。与国际成熟资本市场的上市公司相比,也显得资产负债比例偏低。对上市公司资本结构的研究可以从不同的角度着手。通过比较中国和 G-7 国家(西方 7 国集团)上市公司的平均资产负债表发现,一方面,中国上市公司与 G-7 国家在资产负债表的资产组成中差别不大。虽然中国上市公司的现金和短期投资比重似乎更多(18.0%),但是日本企业该项目比重更大(18.4%)。又比如,中国公司的固定资产比日本和法国公司多,但比美国、英国和加拿大的少。但另一方面,从负债类科目看,中国上市公司与 G-7 国家同行的差异就相当大。中国公司的流动负债总额与 G-7 国家差不多,大都在 35 ~ 43% 之间,但中国公司的所有者权益比重高,超过 50%,而 G-7 国家都在 42% 以下,相应地中国公司的长期负债水平相当低。另外,中国上市公司帐面比率和市价比率之间存在巨大的差异。通过各种财务杠杆的计算及与其他国家比较发现:第一,不管使用何种财务杠杆度量,中国上市公司的资产负债率往往低得多;第二,帐面比率和市价比率之间存在着巨大的差异,比如中国上市公司平均资产负债率的帐面值为 46%,而市场价值出人意料地低至 14%。事实上,市价比率和帐面比率的差别在其他国家并没有那么大。

2. 中国上市公司偏爱股权融资,且股权结构不合理。

如前所述,资本结构的啄食顺序理论认为,企业偏好将内部资金作为投资的主要资金来源,其次是债务,最后才是新的股权融资。但从表 3 中分析中国上市公司的总体融资

行为,我们会发现中国上市公司明显对股权融资更加偏好。中国上市公司比大多数 G-7 国家更依赖于外部融资。中国上市公司加权外部融资比重为 61%,比 G-7 中对外融资比重最高的日本还高(56%)。而且,中国公司更依赖股权融资而不是债务融资,对中国上市公司来说,股权融资占外部融资的 73%,比 G-7 中股权融资比重最高的法国(61%)还高。而美国企业从证券市场筹集的资金中,债权融资所占的比重

较之股权融资要高得多。据研究,从 1970 - 1985 年,美国企业通过债权融资筹集的资金在企业外源筹资中所占的比重为 91.7%,远远大于股权融资所筹资金。从 1984 年起,美国企业已普遍停止了通过发行股票来融资,而是大量回购自己的股份。表 4 说明了美国上市公司融资结构的现实。从表 4 中可以看到,1994 年以后,股票市场已成为美国非金融上市公司的资金负来源。

表 3 1991 - 2002 年中国企业债券发行规模与股票规模的比较 (单位:亿元)

	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
债券融资额	249.9	683.7	235.8	161.7	300.8	268.9	255.2	147.9	158.0	83.02	164.0	278.89
股票融资额	5	94.1	375.5	326.8	150.3	425.1	1293.8	841.5	944.6	1003.1	1060.05	947.94

资料来源:中国证券监督管理委员会网站及巨灵证券信息网站整理(www.csrc.gov.cn/www.p5w.net)。

表 4 美国股票的发行净额(1992 - 1996)

(单位:10 亿美元)

	1992	1993	1994	1995	1996
股票发行净额	103.4	129.9	23.3	- 19	- 21.6
其中:非金融公司	27	21.3	- 44.9	- 74.2	- 82.6
金融部门	44	45.2	20.1	4.5	3.3
国外	32.4	63.4	48.1	50.7	57.8

资料来源:李扬:《我国资本市场若干问题研究》,载《中国证券报》,1997 - 12 - 15。

另外,表 3 说明中国上市公司的债券融资与股权融资相比规模也显得微不足道。1991 年以来,中国企业债券市场的筹资量显著下降趋势,1996 年以后,与股票融资相比,债券融资只占 10% ~ 20%。在发达国家资本市场上,公司的债权融资比例要大于股权融资比例,其结果是债券市场地位的提。如美国是一个比较典型的资本市场导向型的金融体制,20 世纪 70 年代以来,在美国金融体系中,企业在债券市场的融资规模远远超过股票市场的融资规模。1970 - 1985 年,美国企业从债券市场取得的新资金平均约为从股票市场取得的 10 倍,近年来债券融资更是占据了主导地位。

表 3 清楚地说明了中国资本市场股权结构的现状(关于中国上市公司融资行为的股权偏好以及股权结构问题将在下一部分详细探讨)。

3. 上市公司的负债融资不平衡,银行借款比例过大而债券融资比例较小。

中国上市公司长期财务杠杆普遍低于短期财务杠杆,即短期财务杠杆要大大超过长期财务杠杆,体现了上市公司进行长期融资选择时普遍存在的股权融资偏好以及上市之前将长期债务大量剥离的行为。同时体现了上市公司在负债融资方面对银行借款的偏好,银行借款是形成短期财务杠杆的动力。从表 2 和表 3 中可以推测中国上市公司负债融资 90% 以上来源于银行借款。而且,其中 75% 以上来自四大国有商业银行。

(二) 中国上市公司资本结构影响的经济分析

1. 影响中国上市公司资本结构的外生性分析

(1) 公司资本制度的制约是决定上市公司股权融资的政策动力。

无论是权益资本还是债务资本,其募集的目的都是为了满足公司发展对资金的需求。从社会经济安全运行和充分发挥资金效率的角度出发,各国对公司资本制度有关不同的规定,主要分为法定资本制、授权资本制和折衷资本制。目前授权资本制为英美法系国家所采用,法定资本制虽由大陆法系首创,但越来越多的大陆法系国家开始转向折衷资本

制。中国则采用了严格的法定资本制。从这三种制度的比较中可发现,在授权、折衷资本制度下,公司的注册总资本不需要一次到位,而是分步募集。在全部自有资本到位之前,公司所需要的资金有相当一部分可以通过信贷手段解决,这就为权益资本和债务资本之间的互相替代提供了丰富的运作空间,也为企业长短期资产的相互转化提供了工具。这解释了英、美等国为何如此重视融资理论的发展,而大陆法系国家之所以转向折衷资本制,恐怕也是为了给企业提供更广阔的发展空间。中国采用严格的资本确认原则,上市公司必须一次募齐章程所载的注册资本金。然而公司上市招股说明书所列的资本募集数量一般根据其未来投资发展计划确定,有关资金的实际投入取决于工程进展情况和市场环境的变化。全部资金一次募集到位远远超出了公司本阶段实际营运能力的需要,造成资本闲置沉淀。不仅使公司可替换资产比例 TASS(流动资产占总资产的比例)过高,降低了内部资产负债率,而且在某种程度上客观诱使管理层挪用资金从事证券、房地产等高风险投资,造成资产损失,导致企业效益不佳。

另外,由于中国国有企业长期以来有国家财政资金扶持发展起来的,在国家实行“拨改贷”后,有些企业的资产负债率达 90% 以上,有些甚至达到 100%,国家上市政策偏向国有企业,很大程度上也是为了缓解高负债的压力。因而,公司上市并未达到通过股票市场募集资金、增强企业自我发展能力的初衷,而是主要被用于充实资本金,人为降低资产负债率,这是上市公司计划体制下形成的治理结构和市场经济体制转型的外部环境矛盾作用的结果。

(2) 融资成本较低是企业放弃债权融资的经济动力。

企业融资的成本应包括以下几个部分:一是融资过程的费用,如申请费用、路演费用、发行费用等;二是上市费用;三是付息成本,这是融资成本的主要内容;四是融资风险,即债券或股票发行成功与否。企业一旦融资失败将给企业带来净损失。在中国,前两项费用,股票融资方式略高于债券融资。但债券融资的付息“硬约束”和股票融资分红的“软约束”使债权融资的成本大大高于股票融资。而长期以来股票发行的“卖方市场”和“赚钱效应”使股票发行到目前为止还很少遇到发行失败的先例。债券融资则由于 20 世纪 90 年代初企业滥集资和整个社会融资环境的破坏,企业效益不佳而不能对到期债券还本付息,使企业债券一直为社会大众所唾弃,除非由国家信用担保或确实是效益很好的大型国有企业,一般的企业要发行债券是很难成功的。所以,在当前情况下,回避融资风险,避免净损失也是企业选择股权而放弃

债券融资的重要动机。

(3) 约束机制软化是导致上市公司资本结构失衡的外在动力。

如前所述,由于债券融资付息的硬约束和股权融资的软约束,使上市公司最终选择了股权融资。同样,在同是负债融资的债券融资和银行借款融资两种方式上,约束机制也不一样。由于中国上市公司大部分是国有企业改制而来,且负债融资存在着强烈的路径依赖,国有银行借贷是其负债融资的主渠道。由于国家既是上市公司的最大股东,又是银行体系的主体——国有银行的所有者,上市公司与银行之间形成了内在的亲缘关系,上市公司负债融资具备了内源融资特征。从产权的角度分析,在国有产权体制下,银行和企业之间的借贷不是真正意义上的借贷关系。在国有产权下,只有国家才能真正拥有财产权利,国家事实上是整个社会所有经济资源唯一的真正财产所有者,所有的资源和财产事实上都掌握在国家这个大所有者的手中,因而不存在“买”和“卖”的问题,也不存在“借”和“贷”的问题,充其量是一种“自己借自己的钱,自己同自己进行借贷”的“虚拟”借贷活动。在这种体制下,企业借款不还的现象相当普遍,而且大部分是故意拖欠不还。最后由国家出面来减免企业债务,核销银行呆坏帐。中国实行的由“拨改贷”变成“贷改投”,到近几年实行的“债转股”就是生动的写照,形成了在国有产权体制下借贷双方软化约束的一个很不好的“示范效应”。这也是中国上市公司负债结构中银行借款比例较高和企业绩效与资产负债比例负相关的重要原因之一。

另外,破产制度也是一个对上市公司资本结构合理化非常重要的约束手段,健全的企业破产制度是企业绩效与资产负债率正相关的重要制度基础。在中国,虽然《破产法》早已出台,但由于职工就业、银行债务等多种原因,企业破产有法难依,上市公司的退出更是难上加难(一千多家上市公司中,真正实行退出的只有“水仙电器”一家,很多PT、ST公司都能在最后关头“改头换面”、“起死回生”)。破产制度不健全必然导致上市公司难以树立风险意识,同时助长了上市公司的过度投资行为,致使企业绩效出现下滑的趋势。

2. 影响中国上市公司资本结构的内生性分析

委托—代理问题是中国上市公司资本结构不合理的内在动因。一般而言代理问题主要是股东、管理层、债权人三者之间的博弈关系,但在中国,这一关系却因同股不同权而更加复杂。国有股、法人股占大比例且不公开流通,政府的国有资产管理部往往上市公司的第一大股东。毋庸置疑,作为社会自然人的股东与作为政府职能部门的股东在上市公司的管理要求、发展动机等方面存在着根本分歧。普通投资者关心的是投资收益,而国有资产管理部从政府角度出发可能更加关心公司在稳定社会、完善国民经济框架体系方面的责任,国有大法人股东、其他法人股东、普通股东间统一的利益关系很小,中国上市公司的高层管理人员往往由大股东(行业主管、国有资产管理部或其授权的大型企业集团)任命,而且需要党委组织部门的确认。由这种程序选拔出来的高层管理人员自然首先关注的是如何满足国有资产职能部门的需要,一般股东(其他法人股东、流通股东)很难对其施加影响,他们“用手投票”、“用脚投票”的机制由于中国人人为的股票市场割裂而大大弱化。国有资产保值、增值是政府部门所需要的(这一点在上市公司中就体现为资产规模的无限膨胀,经营效益则被忽略了);同时,监督体制的不完

善和国有资产管理部本身职责所限,造成政府完成高级管理人员任命后基本不再过问公司的具体运作,而流通股股东、其他法人股东由于股权比例限制难于向管理层提出挑战,这就给管理人员以极大的谋取私利的空间。因此中国上市公司的委托—代理中,经理人成了一个很重要的关键环节。

在中国,绝大多数的上市公司采用简单多数的方法由股东会选举董事,这样,占有绝对控股权的国家股的代表在许多上市公司都能占到董事会中的大部分席位。因此我们假定上市公司的董事会由少数大股东控制,而且他们具有绝对的决策权力,任何一项决定,只要他们能够提出就一定能够获得通过。在这种情形下,从形式上看非常民主的投票决策制度实际上演变成了专制。在某种特殊的情况下(如这些人以某种形式拥有个人流通股),不能排除他们作出以损害国家利益来使自己的利益最大化的决策,从而实现广大股东的利益、特别是国有股股东的利益向其个人利益的转移。这构成中国上市公司股东的最主要的代理成本。如果说其他众多的小股东因此也能够获得一定的利益的话,只不过是搭上了他们的便车而已。应该注意的是,这种利益不可能是长远、持久的利益,近年来许多上市公司经营业绩滑坡就从侧面说明了这个问题。长此下去,不但股东的最终利益会受到极大损害,而且还会对整个市场造成极大危害。另外,中国上市公司的董事长与总经理两职高度合一,据吴淑轸、柏杰、席酉民等(2000)对上海证券交易所上市的188家公司为样本的研究结果表明:采取完全合一的公司有77家,占样本的40.4%,基本合一(指经理同时兼任副董事长或董事)的有99家,占样本的52.7%,完全分离的有12家,占样本的6.9%,只有少数上市公司的董事长与总经理一职是相互分离的。在这样的一种架构下,容易导致责任不明,而最大的问题还在于相关利益主体之间缺乏相互制约,使得超额的特权消费现象严重。从理论上说,关于总经理与董事长两职应该合一还是分离的问题并无定论,可说是各有利弊,但本文认为,由于中国上市公司特殊的股权结构,如果两职还高度合一的话,那么所可能导致的问题还不仅仅是股东利益容易受到损害的问题,而且会出现诸如“腐败”等超经济问题。

因此,从中国特定的股权结构和在这种特定的结构下经理人员与委托人之间的关系中不难看出,中国上市公司委托代理关系所形成的代理成本是巨大的。由于中国国有资产代理人问题没有彻底解决,国有资产代理人还可能与上市公司管理者之间存在一种默契关系,共同的“寻租”,导致上市公司内部人控制现象十分严重,公司管理者的权力日益膨胀。在这种委托—代理关系下,“内部人”的利益最大化成了管理者的首要目标,那么成本较低的股权融资自然就成了管理者们的首选,低约束的国有银行借款他们当然也不拒绝。

三、股权结构与上市公司治理

资本结构全面决定着公司治理结构是企业理论的基本思想。但如前所述,由于具有“硬约束”的债券融资比例很小,而占大比例的银行借款由于具有“内源性融资性质”而约束力被严重软化,所以,具有控制权性质的股权融资在中国上市公司资本结构中有着重要地位。中国上市公司股权结构特征将决定着资本结构性质,从而最终决定着中国上市公司治理结构的性质。本部分在前面分析的基础上着重探讨股权结构与中国上市公司治理结构和效率的关系。

(一) 股权结构与公司治理

1. 公司治理基本理论

公司治理又译为企业法人治理结构或公司督导机制。狭义的公司治理是指一组联结并规范公司股东、董事会、经理人之间责、权、利关系的制度安排；广义上，公司治理还包括公司与其他利益相关者（如员工、客户、供应商、债权人和社区等）之间的关系，以及有关的法律、法规和上下规则等。从内容上看，公司治理包括三个层次：公司内部治理机制、公司外部治理市场、有关公司治理的法律法规。公司内部治理机制的主要内容是在公司内部构造一个合理的权力结构，从而在股东、董事会与经理人之间形成一种有效的激励、约束与制衡机制，以保证公司遵守有关法律法规，并实现公司及股东利益的最大化。公司外部治理市场主要是指公司外部的产品市场、资本市场、经理人才市场通过产品与价格竞争、公司控制权竞争、经理人才竞争等方式对公司产生的激励约束作用。有关公司治理的法律法规主要是指政府及监管部门为了保护广大投资者的利益，保证公司遵守国家法律与社会道德规范而制定的一系列规定，包括董事的法律责任、会计准则、信息披露要求等，这些法律法规构成了有关公司治理的法律约束。良好的公司治理机制既包括一个有效的公司内部激励、约束与制衡机制，也包括一个有效的公司外部治理下场，同时还必须有一套完善的有关公司治理的法律法规和执法系统。

公司治理理论是构建公司治理结构、解决公司治理问题的理论基础。所谓公司治理问题，是指由于公司内部激励、约束与制衡机制失灵、外部治理下场无效、或是由于缺乏完善的有关公司治理的法律法规等产生的一系列问题，如内部人侵害股东利益、大股东侵害中小股东的利益、公司经营目标偏离股东价值最大化目标等。关于公司治理问题产生的原因，存在多种理论解释，其中被广泛接受、并且对实践中公司治理机制的形成起主导作用的是委托代理理论，即前面提到的契约理论。其他有关公司治理的理论分别为古典管家理论和利益相关者理论等，也得到了一定程度的认可，成为委托代理理论的重要补充。

治理结构可以看作是一种对在初始契约中没有明确规定的情况进行决策的机制。更确切地说，治理结构是对公司除人力资本以外的其他资本的剩余控制权的分配。公司治理结构实质上是在财产权的委托代理下，委托人对代理人进行监督和约束的一系列制度安排。建立良好的公司治理机制，第一，有利于降低公司的代理成本。一个有效的公司治理机制能使经营者与公司和股东的利益趋于一致，确保公司在法律法规和商业信用约束下，为实现股东价值最大化而经营。第二，有利于降低公司的融资成本，提高公司的价值。良好的公司治理机制能够确保公司谨慎、妥善地使用投资者的资金，实现股东价值最大化。第三，有利于企业吸引长期稳定的国际资本。建立良好的公司治理结构，可以增强企业吸引长期稳定的国际资本的能力。第四，有利于国家经济增长和国家金融体系的稳定。1997年爆发的亚洲金融危机在很大程度上是由于东亚国家的商务环境以人际关系为基础，保护长期投资的可靠机制较为薄弱，国外投资者主要做短期投资，稍有冲击就撤资，从而引发危机。第五，有利于资金在更大范围内优化配置。随着经济的全球化，国与国之间经济相互依存度提高，企业筹资与机构投资全球化，一套良好的公司治理机制，有利于在世界范围内增强投资者信。世界银

行行长沃尔芬森有一句关于公司治理的名言：“对世界经济而言，完善的公司治理和健全的国家治理一样重要。”

2. 股权结构与公司治理的关系

从公司治理结构产生的历史和逻辑来看，狭义的公司治理与股权结构的关系更为密切，它和股权结构有渊源关系，股权结构是公司治理结构的基础，公司治理结构又决定着公司经营绩效。因此，股权结构、公司治理、公司经营绩效三者之间存在密切的关系，只有股权结构合理才可能形成完善的公司治理结构，进而才能保证公司取得良好的经营绩效。

(1) 股权结构与公司治理机制

与股权结构有关的公司治理机制以四种形式存在：董事会、大股东监督、代理权争夺和并购。它们可分为两类：董事会和大股东监督被称作内部治理。尽管大股东有时也参与代理权争夺和并购，总体上说，大股东主要的、行之有效的治理手段是通过委托别人或亲自作为董事监督控制经理人员。外部治理是指代理权争夺和并购。

股权结构影响公司治理结构，在于它对公司治理的各种形式都有影响。这里笔者将不同的股权结构对董事会、监督、并购、代理权争夺的影响进行逐一分析，旨在寻找有利于各种公司治理机制发挥作用的最优股权结构。由于董事会发挥作用的效果取决于董事会的构成，而董事会成员的来源体现了股东参与公司治理的意愿和能力，因此股东参与公司治理的积极性在一定程度上体现了董事会发挥作用的效果。为说明问题的方便，本文通过阐述股权结构与股东参与公司治理积极性的关系来说明股权结构与董事会的关系。

第一，股权结构与股东参与公司治理的积极性

股权结构影响公司治理结构，首先在于它对于股东参与公司治理的积极性有重大影响。股权结构直接决定了参与公司治理的大股东是否存在，股权的集中程度也直接影响到股东参与公司治理的积极性。在对引导管理者以最大化利润为目标的治理机制的研究中，依据代理理论，如果其余情况相同，大股东将有更强的动机监控管理者，并具有更大的权力维护他们自身的利益，他们能够使经理人员增强最大化股东价值的倾向。另外，大部分国家的法律都支持大股东对董事会或经理的诉讼请求。

当股权高度集中时，大股东就会对经理人员进行监督，直接派人或亲自担任公司董事长，并通过选派董事、从事代理权竞争、提议召开股东大会及起诉违背股东利益的经营者，在公司治理中发挥重要的作用。这种股权结构下的大股东参与公司治理的积极性最高。

当股权高度分散时，中小股东参与治理的成本和收益不对称，股东没有参与治理的积极性。因为在股东分散的公司，由于监督经营上存在严重的“搭便车”现象，小股东参与股东大会、进行代理权竞争的积极性很小，也无力从事这些活动，进而使公司运作容易形成内部人控制或经营者主导，此时小股东主要利用退出机制和接管来约束经营者。

当股权适度集中时，大股东拥有相对控制权，他参与公司治理的积极性存在不确定性：由于相对控股股东拥有一定数量的股权，一般情况下也有参与治理的积极性，又由于该相对控股股东所占的股份比例并不是很大，他参与治理的积极性就不会很高，在权衡利弊得失之后才决定是否参与治理。

第二，股权结构与监督机制

由于经营者与股东之间的信息不对称、激励不相容和责

任不对等,经营者有可能利用信息优势侵蚀所有者的利益。为了使公司得以长期发展,绩效不断提高,必须对经营者进行有效的监督。股权结构对股东监督具有至关重要的影响。

当股权高度集中时,一方面,控股股东有动力监督公司的经营者;另一方面,控股股东有权直接任免经理,也有能力监督公司的经营者。但是,在公司拥有控股股东而其他股东均为小股东的情况下,小股东无力对抗控股股东,小股东对经理的监督便成为问题。

当股权高度分散时,对经理的监督便成为一个非常严重的问题。由于分散的股东们不想付出监督成本,而选择“搭便车”的行为,对经理人员难以形成有效的监督。而且,为了避免干扰经营班子的经营,大部分国家的法律都不对小股东起诉经营者提供诉讼支持,这就使得小股东对股权分散的公司的监督更加困难。

当股权适度集中时,股东能对经理进行有效监督。在经理是相对控股股东的代理人的情况下,其他大股东因其持有一定的股权数量而具有监督的动力,因为通过监督所获得的收益大于监督成本,他们不会像小股东一样产生“搭便车”的动机。另外,绝大部分国家的法律支持大股东对经理的诉讼请求,这就使得大股东可以对经理进行有效的监督。因此,整体而言,此类股权结构有利于股东监督经营者。

第三,股权结构与代理权争夺

在成熟的市场经济中,经理市场的存在或经理更换的压力可以促使经理努力工作。当股权高度集中时,最大股东处于绝对控股地位,该控股股东委派的代理人不大可能在与其他人争夺代理权的过程中失利。因此,一般而言,不利于经理的更换。当股权高度分散时,由于信息十分不对称,经理人员的意见和看法很容易对他们造成影响。而且搭便车的动机会使这些股东缺乏推翻现任经理或董事长的积极性。这种情况下,小股东没有机会也没有动力参与公司治理,代理权争夺不大可能发生。当股权适度集中时,公司有若干个大股东存在,最有利于经理在经营不佳时能被迅速更换。首先,大股东拥有的股份数量较大,因而他有动力和能力发现经理经营中存在的问题及症结所在;其次,由于大股东拥有一定的股权,而且可能争取到其他大股东的支持,使自己能提出代理人选;再次,几个相对控股股东存在,没有一个相对控股股东能强行支持自己所提名的原任经理,这有利于代理权争夺的发生。

第四,股权结构与并购

并购是一种非常关键的、有效的治理机制。一个公司被另一个公司收购兼并后,其董事会要被改组,经理人员要被更换,对经理人员构成较大的压力,因此并购是控制经理最有效的方法之一。当公司股权高度集中时,公司拥有绝对控股股东,收购者的收购成本很大,并购难以发生。当股权高度分散时,收购方极易成功地进行标价收购。英美两国的股权高度分散,又都拥有成熟的资本市场,因此,兼并收购容易发生,从而也成为英美公司治理的主要机制。当股权适度集中时,情况比较复杂。公司的大股东对外部收购者的收购容易产生异议,并通过提高收购价格和收购成本以阻止收购。如果收购者为公司的大股东之一,对被收购公司的情况有所了解,则可减少收购成本,有利于收购成功。

将以上不同股权结构对公司治理机制作用的影响情况进行概括,见表5。

表5 不同股权结构对公司治理机制作用的影响

治理机制	股权结构		
	股权高度集中	股权高度分散	股权适度集中
股东参与治理的积极性	好	差	一般
监督机制	一般	差	好
代理权争夺	差	差	好
收购兼并	差	一般	好

(2) 股权结构与公司治理绩效

第一,股权集中程度与公司治理绩效

许多经济学家认为,企业的所有权及其结构是很重要的,因为它影响市场发挥作用的程度。公司制这种关于企业委托一代理制的制度安排有可能会诱发代理人以额外津贴的方式占有公司资源,由于代理人的收益不直接与股权收益相联系或很少联系,从而引致了所有者与管理者的目标存在分歧,所有者通常以利润最大化(或股东价值)为目标,而管理者则有其他的利益目标(比如高报酬、较低的努力程度、支出偏好、豪华的办公条件等)。因此,委托人对代理人进行监督是必然的。Grossman和Hart证明,如果公司股份过于分散,就没有股东愿意积极监督经营者,因为监督的费用大大高于监督对个人的回报。在其他情况相同的条件下,公司的股权结构越分散,委托人对代理人的有效监督程度越低,对公司绩效可能越有不利的影响。布莱尔(Blair)等人则认为,由于股权分散而过于依赖接管机制的成本很高,会造成经营者的短期行为,使股东利益压倒一切,损害其他利益相关者的权益。

施莱佛(Shleifer)等人认为,股份的相对集中有利于并购市场作用的发挥日臻完善,解决小股东在接管过程中的“搭便车”行为。与小股东是广泛分散且干预公司运营的缺位所有者的同质集团相比,大股东会比小股东更有动机去监督管理者作出有利于企业价值最大化的决策。还有一些经济学家虽然认为股权结构很重要,但认为股权集中并不见得有效,大股东的监督会损害其他利害关系者的利益,因为大股东想通过监督来弥补其股票不分散的代价,诸如利用内部交易损害小股东的利益,迫使经理降低工资,损害工人的利益,银行作为大股东还可能要求企业支付高利息或扩大贷款,企业之间相互作为大股东可能使低效企业长期存在,等等。而且,随着持股份额的增加,股东的资产组合风险也将随之增加,因此在具有不同风险的不同公司中,大股东持股的最优化份额也会有所不同。并且,个别公司行为的性质和复杂性是变化的,这将会影响监控个别公司股东价值的边际效应。此外,一些学者还指出,在股权集中度与绩效之间的联系不一定是单向的,经理人员持有的股权在超过一定水平以后,将可能诱使他们掠夺小股东的财富。因此,特定公司的最优化股权结构包括在风险与激励效率之间的权衡。S. Thomsen和T. Pedersen发现,435家最大型欧洲公司的股权集中度与公司绩效之间的联系是非线性的,以致于股权集中度超出某一点后对绩效有相反的影响,认为公司绩效是股权集中程度的倒U型函数,如图1,这一结论与上述股权结构与公司治理机制分析得出的结论(见表5)一致。

第二,股权结构维度与公司治理绩效。股权结构维度(即持股者的身份构成)对于公司战略与绩效具有重要的含义。因为股权集中度仅仅反映了股东影响管理人员的能力,而持股者的身份对于股东的目标和他们施加影响的方式具有重要的含义。代理理论的基本假定是股东以最大化公司的经济利润(或股东价值)为目标,但许多股东(比如政府、机

构投资者、银行和其他公司等)仅仅是最终所有者的代理人,要使他们的效用最大化就取决于其他因素。并且,即便在理论上,利润最大化也仅仅当市场是完善的时候才能很好定义(比如,当所有的风险是可分散的时候)。当市场是不完全的时候,甚至以利润最大化为目标的股东之间也会对公司战略产生分歧,因为他们对于风险和预期现金流的时间序列具有不同的偏好。

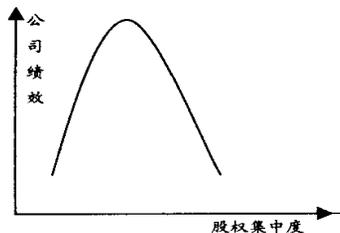


图 1

依据现代契约理论,公司是一系列契约的结合体,它拥有一些不同的利益相关者,比如政府、机构投资者、银行、商业伙伴和经理等。公司每一项合约的订立都存在交易成本。原则上,股权可以分配给这些利益相关者中的任何一个,这时会产生股权成本,但是可能被市场订约的成本所冲减,所以分配股权给其他利益相关者的机会成本等于增加的市场订约成本与增加的股权成本的总量之和。在这个框架下,市场签约的成本包括归咎于市场力扭曲的常规损失、与资产专用性相关的事后交易成本、信息成本等。如果特定的利益相关者或利益相关者的集成为公司的股东,则市场签约的成本能在一定程度上得以避免,因为该种做法得以将公司与他们的交易在公司内部化。股权的成本包括监控和风险承担成本、内部人做出共谋决策的成本。如果所有者是大股东或异质集团,股权成本可能是大的。进一步而言,具有不同身份股东的经济行为可能被他们各自的股权成本和利益所影响。中间的解决方法是可能的,如让经理人员持股,但是会导致内部股东与外部股东的利益冲突。在这种情况下,决定性股东的目标更可能占优势。由任何给定的决定性股权种类对公司所施加影响的目标可能反映该种类持股者的股权成本和利益。

对股权结构维度与公司治理绩效的分析对中国上市公司尤其具有实际价值。

(二) 中国上市公司治理的股权结构分析

1. 中国上市公司股权结构现状

中国上市公司股本按产权主体可分为:国家股、法人股、个人股等。(1)国家股,是指有权代表国家投资部门或机构以国有资产向股份公司投资形成的股份。国家股的股东是国家,股东权利由国有资产管理机构中有关授权单位、部门行使。(2)法人股,是企业法人以其依法可支配的财产向股份公司投资形成的股份,法人股按来源可分为境内法人股和境外法人股;按性质又可分为国有法人股和非国有法人股。国有法人股是指具有法人资格的国有企业、事业或社会团体以依法占有的法人财产向独立于自己的股份公司出资形成的或依法定程序取得的股份。国有法人股在法人股中占主导地位。国家股和国有法人股统称为国有股。按照参股时间可以分为发起人法人股和募集法人股。(3)个人股,是指股份公司在发行股票时,由社会或企业内部职工个人认购的股份,可分为社会公众股和内部职工股。社会公众股是由社

会公众投资者以其合法所得投入公司所形成的股份。内部职工股是指公司内部职工以其个人合法所得投入公司所形成的股份。此外,部分上市公司还有另一类股本——转配股,所谓转配股是指在增资配股时,国家股股东或法人股股东放弃配股权,按一定比例将配股权有偿转让给社会公众股股东进行配股而形成的股份。按照发行地和上市地和投资者不同,又分为A股、B股、H股等。

表 6 中国上市公司股本结构

	1992年12月31日		2002年12月31日	
	股份数额 (亿股)	所占比例 (%)	股份数额 (亿股)	所占比例 (%)
1. 未流通股份	47.69	69.24	3838.68	65.33
(1) 国家股	28.50	41.38	2773.43	47.20
(2) 发起法人股	9.05	13.14	664.51	11.31
(3) 外资法人股	2/80	4.07	53.26	0.91
(4) 募集法人股	6.49	9.42	299.70	5.10
(5) 内部职工股	0.85	1.23	15.62	0.27
(6) 其他(转配股等)			32.16	0.55
2. 流通股份	21.18	30.75	2036.77	34.67
(1) 境内上市内资股	10.93	15.87	1509.08	25.68
(2) 境内上市外资股	10.25	14.88	167.61	2.86
(3) 境外上市外资股			360.08	6.13
3. 股份总数	68.87	100.00	5875.46	100.00

资料来源:中国证券监督管理委员会网站(www.csrc.gov.cn),“其他”包括“转配股”、“基金配售股份”、“战略投资者配售股份”等。“境内上市内资股”即A股,“境内上市外资股”即B股,“境外上市外资股”即H股、L股、N股等。

表6对中国上市公司的股权结构进行了全面的统计和比较。从中可以发现中国上市公司股权结构呈现以下特征:

(1)中国上市公司股权结构非常复杂、股票种类繁多,共有国家股、法人股、社会公众股、外资股(B股/H股)、内部职工股、转配股六种之多。其中有些可流通,有些则是不可流通的,不同种类的可流通股被分割在不同的市场中,有着不同的价格。而公司制的一个重要特点,即一旦股东完成对公司的投资,他便以其出资额承担有限责任,而无论其投入资产的形式,也不管股东的身份,因此股东的权利只能与他所持的股份有关,换句话说,应该同股同权、同股同利、同股同价,《公司法》也正是这样规定的。然而股份公司的实际情况却违背这一基本逻辑,A股、B股和H股的市场被分割,有着各自不同的市场价格,国家股和法人股不能上市流通,其协议转让的价格也是远低于同一公司的A股价格,并且,同种类股票的持股主体拥有的权利亦不相同。

(2)国有股权过于集中。在中国上市公司股权结构中,国有股(国家股和国有法人股)占有相当大的比重。从表6可以看出,1992年和2002年,沪、深两市上市公司国家股占上市公司总股本的比重分别为41.38%和47.20%,国家股的比重不但没有降低,反而上升;法人股的比例一直保持在1/4到1/5的水平;国家股和法人股合计占总股本的比重则从69.24%下降到65.33%,仍处于绝对控股地位。

(3)非流通股本所占比重过大。国家股、法人股均为不可流通的股本,占60%以上。

(4)从股权持有者身份角度看,中国上市公司股权结构呈现过度集中和过度分散的特征。一方面,如上所述,占60%以上的国有股(国家股和国有法人股)不能上市流通,这些股份被国家持有,且转让程序复杂,成为既集中又相对固定股权维度;另一方面,流通股份(又称社会公众股)持有人相当分散,而且换手频繁,这与流通股比例过小有很大的关系。

2. 中国上市公司治理的股权结构分析

股份制作作为现代企业的组织形式,不仅在于其强大的资本扩张力,而且是以有效率的法人治理结构为主要特征。中国对国有企业进行股份制改造、发行股票并上市交易,其实质在于提供一项创新性的制度安排,实现所有权与经营权的有效分离,构建符合市场经济运行要求的经济主体。然而,众所周知,中国上市公司治理的状况并不理想,治理效率低下。造成中国上市公司治理问题的原因是多方面的,但是笔者认为,独特的股权结构是中国上市公司治理存在问题直接的和重要的原因。

(1) 国有股(国家股和国有法人股)占绝对控股地位,且“所有者缺位”是中国上市公司治理结构缺失和治理效率低下的根本原因。

第一,股东大会形同虚设,根本没有发挥对董事会的约束作用我国公司治理结构存。中国上市公司绝大部分是有国有企业进行股份制改造而来的,公有制占主体是这种制度设计的初衷。按照前面的分析,股权的高度集中有利于所有者控制从而保证其利益;问题是国有股本身存在代理问题,产权模糊,出资者代表不明确,仍然沿袭计划经济的控制方式;股权集中的结果强化了原有的政企不分,政府由企业外部直接进入企业内部,使得实为政府凭借股东身份指派的董事会成为一个凌驾于股东大会之上的权力机构。

第二,董事会缺乏对经理人员的有效约束,内部人控制严重。公司治理的本质是解决所有权和控制权分离而产生的代理问题,因此公司治理结构的核心是处理好作为委托人的股东代表与作为代理人的经理人员之间的关系,公司治理是在产权诸项权能的基础上形成的,合理的产权制度安排是有效公司治理的必要前提与基础。现代公司理论表明,在股权相对集中的条件下,大股东有积极性直接对企业实施监控。但是由于目前中国上市公司中国有股权占决定控股地位,国有股权的有效持有主体严重缺位,致使国有产权虚置,没有形成人格化的产权主体,大股东对企业的监控机制难以建立,这种制度的缺陷容易衍生经营者道德风险,产生内部人控制。在这种条件下,股东大会实际上成为国有股东会议或国有股控制下的股东扩大会议,董事会成员、总经理的聘任都是由国有股东或原主管部门指定,多数情况下董事长兼任总经理。这样身兼二任者,不可能自我监督,而且总经理不由董事会任命便扭曲了董事会与总经理之间的雇佣关系,总经理不再对董事会负责而直接对政府大股东负责。这就架空了董事会和股东会两个法定机构的权力。总经理在接受董事会的委托后,由于未受到股东和董事会的有效监督,个人前途与公司经营状况联系不强,其经营积极性也就不高,而潜在的“寻租”动机却明显。现实中,来自所有权的约束看不到了,而经营者的权力膨胀起来,转轨中的“内部人控制”问题突出,所有者利益被渐渐蚕食,代理成本巨大。

第三,监事会有名无实,没有充分发挥监督作用。现代公司中,监事应由股东大会选举,但在国有股占绝对优势时,监事实际上由国有股东指定。这样,董事会成员与监事会成员都成了国有股东指定的人员,都是代表国有股的股东代表,等于让自己监督自己,监督标准、效率标准必然搁置一边,监事会徒有虚名。而且,现实中在国有大股东的眼里,监事会成员无论从能力、职位往往是要次于董事会和经理人员,在人事安排上,监事会与董事会和主要经理人员相比先天就是“二等公民”,结果是董事会或经理人员控制着监事

会。监事会成了摆设和形式。

第四,“新三会”与“老三会”职能紊乱,相互掣肘。“新三会”即股东会、董事会、监事会,是《公司法》规定的公司治理结构的主体构架,职能明确、相互制衡的“新三会”是现代公司制度的基本原则和优越性的具体体现。“老三会”即职代会、党委会、工会,是传统企业制度的重要原则和特征之一。在以国有股为主体的中国上市公司中,“老三会”是政治制度在国民经济基层单位的延伸和表现。新旧“三会”并存,虽有其政治、经济的社会思想基础,但主要是一个认识问题。股份公司不是基层政权组织,而是从事生产经营活动的经济实体,其行为的唯一目标是追求利润最大化。“新三会”正是为了保证公司运作效率,实现出资者利益最大化而做出的制度安排;而“老三会”是社会政治团体的产物,反映和代表的是党和工人群众的利益。这种目标差异必然导致效率低下。

(2) 国有股(国家股和国有法人股)“一股独大”且不通,使上市公司治理机制有向国有企业体制回归的趋势。

第一,“一股独大”使中国上市公司股权结构由形式上的股权集中变成了事实上的股权分散。如前所述,由于普遍存在国有股“一股独大”而绝对控股,且国家股权所有者缺位,造成事实上的经理层缺乏必要的监督和约束现象,从而使经理层获得了几乎不受任何制约的权力空间,上市公司成为这部分人的囊中之物,导致中小股东的权益屡遭侵害却找不到可以自我保护的途径和渠道。国际通行的所谓“内部人控制”概念,通常是指因股权分散、股东参与公司经营治理的意识不强导致的经理层内部控制。两者的相同之处在于,虽然中国的上市公司因“一股独大”而并不存在股权分散现象,但由于所有者缺位使国有股形同虚设,其他股东大多持股比例极低,缺乏参与意识,造成事实上的“股权分散”;不同之处则在于,国外的“内部人控制”通常表现为经理层摆脱股东的约束而侵害股东权益,而在中国则由于体制和历史等原因,“一股独大”的国有股持有者与上市公司经理层明分暗合,两者合谋共同控制上市公司,侵害其他股东的利益。通过比较可以发现,虽然两者的形成机制不同,但表现形式及后果是相同的,即都是经理层对上市公司具有实际上的控制权,从而使中小股东的权益受到威胁,甚至造成有意或无意的侵害。这样中国上市公司的股权集中的优点没有了,却将股权集中和股权高度分散的缺点集于一身。

第二,“一股独大”使中国上市公司筹资功能强化,而弱化了体制转换功能。国有股持股主体的行政化因素致使公司的委托代理关系不是一种财产所有者与法人所有者之间的关系,演化成为政治功利与经济目标的混同体。即使在国有股持股主体与经营者之间形成了某种形式的契约,但由于这种契约本身缺乏法律基础与市场基础,这种契约也会流于形式。在国有股占主导的情况下,国有股股东对公司的控制表现在产权上趋于超弱控制,在行政上则趋于超强控制。经理人员与政府博弈的结果是一部分经理人利用政府产权上的超弱控制形成对企业的内部人控制,同时又利用行政上的超强控制转嫁经营风险,将经济性亏损推诿为体制性因素。这样股份制改制的功能出现严重缺陷,上市公司筹资功能强化,而转制功能无法充分凸现,于是在证券市场上募集数千亿宝贵资金的上市公司却整体出现劣化的趋势。

第三,中国上市公司股本结构中的绝大多数股份处于凝固状态,市场机制对经理人的约束机制很难形成。在成熟市场经济条件下,股东对经理人员的监督与制约,是通过有效

率的公司价值评定和公司控制权转移的资本市场以及其他一些制度安排来加以实现的,规范的股份制度与股票市场可以通过一系列市场手段(如公司控制权之争、敌意接管、融资安排等)约束经理人行为,迫使经理人努力工作。但在中国目前的股票市场运行机制下,国家股、法人股占上市公司总股本比重较大,且不能上市流通,因而占总股本比重较小的流通股在二级市场上的买卖不能或基本上不发生控制权转移、破产机制、兼并机制、经理市场效率残缺,外部股东对企业行为与经理人的约束相应弱化,“用脚投票”机制无法实现。尽管国有股可以协议转让,但由于多头管理、手续复杂、行政色彩浓厚,所以转让频率不高。而且,国有股的转让大部分在国有法人之间流动,转让后的股份仍然不能上市流通,事实上对经理人没有构成什么威胁。

如果说“一股独大”使大股东的代表(经理人)为所欲为的话,那么国有股(国家股和国有法人股)不能上市流通使他们的这种行为更加猖獗,因为即使这样他们也能“长治久安”。“一股独大”的危害是国有股(国家股和国有法人股)不能流通的直接负面效应,国有股(国家股和国有法人股)流通问题不解决只会强化这种效应。

(3)从股东行为特征分析,国有持股主体的“股权过度集中”与中小股东持股的“股权过度分散”两种现象并存进一步强化了上市公司治理结构的缺失。

中国上市公司中的各种股东具有如下行为特征:

第一,国家股股东。如前所述国家股东存在着较严重的代理问题,所有者权能严重弱化。并且,相对于股东价值来说,国家股东可能对政治目标(比如较低的产品价格、雇佣率、与利润率相关的外部效应等)给予特殊的关注。作为国有资产的代理人,国家股股东(包括省政府、行业主管部门、国资局、财政局、国有资产管理公司、集团公司等)要监控其下级代理人。但由于国家股股东与其下级代理人之间的信息不对称、激励制度的无效性,以及进出国有企业的自由受到很大限制等等原因,迫使政府对企业采取一些相应的行政干预,以改变国家股东在公司治理中的不利地位,进而形成了我国上市公司的政府干预下的股东主权治理模式。上述行为的结果就是中国公司治理过程中行政干预的痕迹过强,政企难以有效分离,内部监控也会因为政府行为的引入和实施的随意性而变得不稳定,且使各方的制衡失去平衡。

第二,法人股东。中国的法人股东与欧美的机构投资者不同,与德国的法人股东有些类似。但法人股东又呈现出一些自身的特点:一是关联法人是法人股东的主体;二是投资公司是第二大法人股东,使得相当数量的法人股份具有非银行金融的性质;三是诸如共同基金、养老保险基金等机构投资者在其中的力量微乎其微。目前,法人股东的国有成分仍占优势地位,对于国有法人股东,其最终收益者是不明确的,但是相对于国家股东来说,其存在的代理问题可能较弱,因为持股公司可能出于对自身公司整体绩效的考虑而较愿意在公司治理中发挥作用(通过参与股东大会或派驻董事)。尽管有一些实证成果表明,法人股东的存在能够增加公司价值,但是法人股东由于最终的产权地位不明确,对公司绩效影响的方向是不明朗的。

第三,流通股股东。中国上市公司中流通股包括A股、B股和H股等。A股股东对参与公司治理的兴趣并不大,一是主观上绝大部分的A股股东只对短期利得(即买卖差价)感

兴趣;二是客观上的限制,A股股东(大多为散户投资者)的经济实力相对较弱,现行法规也限制了个人股东的持股比例。他们一般都拥有企业较小的股权份额,由于监控的成本与效益不匹配的原因,在他们之间存在着严重的“搭便车”现象。因此,他们在公司治理中的作用极小。B股和H股尽管都是可流通股份,但是由于股票市场的分割运作,使上述二者可能在信息不对称的条件下选择投资对象,并且他们还可能误以为在中国大陆以外上市的公司具有政府信用,因而疏于对公司的监督。因此,他们可能不会在公司治理中发挥积极的作用。另外,内部职工股作为中国上市公司内部职工持股制度作为一项福利措施可能并没有对职工起到很好的激励效果,这表现在:一是数额较小;二是只要具有公司正式的员工资格就可以取得股份。并且一、二级市场的巨大溢价差额使得职工股东对公司治理的兴趣也不大。

四、简要结论与建议

通过运用契约理论,对中国上市公司资本结构、股权结构和上市公司治理之间关系进行分析,考察了三者之间的关系,认为中国上市公司特殊的股权结构和产权环境,使上市公司资本结构扭曲,失去了合理配置资源、降低交易成本、提高治理效率的作用。股权结构从根本上决定了上市公司的资本结构的性质,从而决定着上市公司的治理效率。要改变这种局面,必须改变中国上市公司的股权结构。中国上市公司股权结构的根本问题又在于国有股权不能流动而造成的“一股独大”、体制回归等弊端。所以,必须尽快建立合理的国有股(含法人股)上市流通机制,通过股权流动来促进股权结构的合理化,通过股权结构调整的压力来约束代理人行为,通过代理人行为的规范来构建理性的资本结构,通过科学的资本结构最终实现上市公司治理效率提高。

参考文献:

1. Modigliani & Miller, The Cost of Capital Corporation Finance and the Theory of Investment, American Economic Review (48) June, 1956.
2. Jensen & Meckling, Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs, and Capital Structure, Journal of Financial Economics 3, May, 1976.
3. Grossman & Hart, Corporate Financial Structure and Management Incentive, The Economics of Information and Uncertainty, The University of Chicago Press, 1982.
4. Marys & Majluf, Corporate Financing and Investment Decision, Journal of Financial Economics 13 June, 1984.
5. [美]R·科斯、A·阿尔钦、D·诺斯:《财产权与制度变迁——产权学派与新制度学派译文集》,上海,上海人民出版社,2002。
6. [美]E·G·菲吕博腾、R·瑞切特:《新制度经济学》,上海,上海财经大学出版社,2002。
7. 江春:《产权制度与微观金融》,北京,中国物价出版社,1999。
8. 刘树成、沈沛:《中国资本市场前沿理论论文集》,549~553页,北京,社会科学文献出版社,2000。
9. 郭春丽:《上市公司的股权结构、公司治理与经营绩效》,载《经济管理》,2002(8)。
10. 黄少安、张岗:《中国上市公司股权融资偏好分析》,载《投资与证券》,2002(3)。
11. 李扬:《我国资本市场若干问题研究》,载《中国证券报》,1997-12-15。
12. 吴敬琏:《直言金融证券热点问题》,载《国研网》,2003-03-06。

(作者单位:武汉大学商学院博士生 武汉 430072
武汉大学理论经济学博后流动站 武汉 430072)
(责任编辑:N)