

融资结构与公司治理

李 峰 孙永祥

摘要: 公司的融资结构或债务融资和股权融资的构成, 对公司而言是至关重要的。融资结构应该被看作是一种治理结构。融资结构的合理安排, 对公司来说, 可能比给予经营者以较好的激励还要重要。本文详细论述了融资结构对委托代理关系、公司控制权转移等的影响, 提出了融资结构与公司治理关系的基本理论框架, 同时对目前我国企业融资结构与治理的特殊性作了阐述。本文的理论框架与思路, 对于认识我国企业融资结构的发展趋势, 以及目前正在实施的国有企业债权转股权问题等, 均有较大现实指导意义。

关键词: 融资结构 治理结构 委托代理关系 控制权转移 信息不对称

企业或公司的融资结构, 指的是企业或公司融通资金不同方式的构成及其融资数量之间的比例关系。在计划经济条件下, 企业的融资结构问题是一个并不十分突出或不甚引起重视的问题。一方面, 企业从银行融通资金或从财政融通资金或者获得划拨资金等, 其决定权并不主要地在于企业本身, 企业总体上只是不同融资结构的被动接受者, 而不是主动决策者^①。另一方面, 企业从不同渠道获取的资金有较大的同质性。银行融资、财政融资与企业的自有资本金等对企业均只是一种软性的约束。对企业而言, 通过不同融资方式获取的资金之间没有很大的差别, 都是企业可以“自由支配”的资金, 因此融资结构并不重要。但随着我国现代企业制度的逐步建立和民营经济的不断发展, 以及银行商业化的不断深入, 企业正日益成为其自身融资方式与途径的决策者。同时, 不同融资方式及其获取的资金之间的差异日益显露。因而融资结构的重要性也日渐为人所重视。

但是, 从目前的实际情况来看, 无论是企业界还是经济理论工作者, 对企业融资结构的认识, 还处于对债务融资与股权融资途径的分析, 及其资金成本、杠杆比例、税收影响和运用安排等方面的内容。在笔者看来, 这是非常不够的。在市场经济条件下的企业中, 债务和股权不仅仅应被看作是不同的融资工具, 而且还应该被看作是不同的治理结构(Williamson, 1988)。哈特(1995)认为, 给予经营者以控制权或激励并不十分重要, 至关重要的问题可能是要设计出合理的融资结构, 以限制经营者以投资者的利益为代价, 追求他们自己目标的能力。本文的目的, 就是要从治理结构的角度来考察所有权与经营权分离的公司的融资结构。本文的内容包括四个部分, 第一部分考察融资结构对委托代理关系的影响; 第二部分考察融资结构如何影响控制权争夺; 第三部分考察信息不对称下融资结构对公司治理的影响; 第四部分则针对我们国家的实际情况, 考察我国目前融资结构与治理结构关系的特殊性, 最后则进行结论性评论。

一、融资结构与委托代理关系

从委托代理关系的角度而言, 融资结构的重要性, 首先表现为债务相对于股权融资^②, 可以在一定程度上抑制经理的过度投资^③。由于公司发行股票所获得的资金, 是股东无法收回的, 因而经理很可能利用股权融资资金随意从事为了扩张公司帝国而作的投资活动, 尽管这些投资的收益很差, 或者净现值为负。我国的很多股民称上市公司配股或增发新股为“圈钱”, 认为公司发行股票而获得的资金是“无成本的”, 因而经理可“随心所欲地进行运作”。这种说法从某种意义上讲确实不无道理, 因为分红的约束是软性的, 其支出比之于公司总体现金流量而言也是微不足道的。与此相反, 通过借债而融入的资金, 则是公司所必须偿还的。公司经理必须考虑在债务到期时, 公司要有足够的收入或其他现金, 以偿还债务本息, 否则面临的将是诉讼与破产。负债较多或债务杠杆比例增大^④, 将可以减少经理随心所欲支配的现金, 进而抑制经理追求扩张公司的过度投资行为。对于那些能产生巨大现金流量的行业与公司, 如烟草、电力、电信等行业而言, 债务的这种作用更加明显。它可以抑制经理乱投资办实体、乱搞三产等行为, 进而一定程度上降低代理成本。

其次, 融资结构对经理的经营激励也具有影响。经理拥有公司股权或股票期权正成为许多公司激励经理的重要方法。而融资结构则会对此种激励的大小产生影响。笔者可以用一个简单的数学模型来表示这种影响机制。设经理的股权融资金额为 i , 其他股东的股权融资金额为 j , 则通过股权融资获得的资金总额为 $i + j$, 而经理所占有的股份比例为 $i/(i + j)$, 假定公司的债权融资金额为 c , 同时公司的资产收益为 x , 债务利息率为 y , (x, y 均为百分数, 且 $x > y$), 容易理解, 经理的股权收益率为:

$$G = \frac{i}{i+j} [(i+j)x + (x-y)c]$$

$$\text{亦即: } G = i \times x + \frac{i}{i+j} (x-y) \times c$$

毫无疑问, 随着债务融资量 c 的增加, 经理的股权收益

二、融资结构与公司控制权转移

也趋增加,特别地,如果公司能获得足够多的债务融资,以支持公司运作或项目开发经营,进而公司可以直接减少其他股东的股权投资金额,或者可以通过回购股份减少其他股东的股权投资金额,则 c 增加及 j 减少的双重作用可以较大地增加经理的股权收益^⑤。

再次,融资结构对于公司的清算或产业退出和收缩具有影响。由于存在委托代理关系,经理的利益与股东的利益并不完全一致。当公司进行清算或退出某一行业对股东而言是公司所有选择中的最佳选择时,经理往往会因留恋自己的职位而拒绝做出清算或退出的决策,进而导致了社会生产的过剩以及股东权益的损耗。这种现象在公司的资金来源均通过股权融资的情况下更易发生。张维迎(1996)指出在极端的情况下,即企业选择百分之百的股票融资的情况下,公司就没有任何破产清算的可能^⑥,即是指能获得纯股权融资的公司,在促使公司清算及产业退出方面的无效率。相比之下,有债权融资的公司由于面临着偿债及诉讼的压力,其及时清算或退出产业的可能性也就较大^⑦,因此,债务从这个意义上而言可以减少该种代理成本。

但是,从另外角度看,债务也会增加委托代理成本。这种成本增加效应主要地表现为债务会导致经理倾向于投资高风险高收益的项目。这是由债务合约的性质所决定的。因为如果通过债务融资获得的资金投资后产生了很大的收益,远远超过债务的票面价值,则股权所有者往往会获取这些收益的极大部分,经理也会得到很大好处。如果投资失败了,则由于公司的有限责任原则,股权所有者只承担有限的损失,经理的损失也很有限,债权人则承担了很大的风险和损失。因此股权所有者在能获得债务融资的情况下,会有投资高风险项目的激励,尽管这些项目实际上是价值减少的。

债务的另一种代理成本效应表现为:由于从声誉角度出发考虑问题,公司或经理倾向于选择相对安全、能保证还清债务的项目,而不是真正价值最大化的项目(Diamond,1989;1991)。对于那些历史悠久,在项目投资方面没有大的失误,因而声誉较好的公司来说,保持自己的这种荣誉,是公司的责任。更为重要的是,声誉还能降低债务融资的成本。对于那些历史较短的公司来说,则可能并不十分单纯从考虑项目的安全性出发来考察项目,但随着这些公司的发展及时间的推移,它们最终也会转向安全性高的项目。另外,从必须面对经理市场竞争的经理的角度来说,选择相对安全的项目也是其上策。因为一般而言,经理的声誉主要地取决于项目的安全性。这样,经理追求的是成功可能性的最大化,而股东毫无疑问追求的是期望回报的最大化,这就产生了代理成本。从这一意义上讲,债务融资可能是历史悠久的公司缺乏创造性与进取心的罪魁祸首之一。

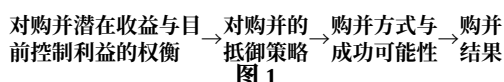
除此之外,债务融资还会产生另一种代理成本,即在公司近期可能破产时,即便有好的可以导致价值增加的项目,股东也不会有激励去投资。原因是在濒临破产的情况下,现有的破产程序或破产机制,会导致该项目的全部成本必须由股东承担,而项目的投资收益却可能大部分被债权人所攫取(Myers,1977)。

公司的融资结构与公司的控制权乃至于所有权的转移之间有着紧密的联系。公司的所有权是一种状态依存所有权,而并不必然属于股东所有,这种论述正在为经济学家所重视^⑧,也理应为实践工作者所重视。而状态依存所有权中状态及所有权的变化,则与公司债务的存在密不可分。

设 x 为公司的总收入, w 为根据劳动合同应该支付给工人的工资, r 为根据与债权人的合同所应支付的债务本金和利息。假定 $x > 0$, 且工人对工资的索取权优先于债权人对债务的索取权^⑨。则如果公司处在“ $x \geq w + r$ ”的状态,股东是公司的所有者;如果公司处于“ $w \leq x < r + w$ ”的状态,则债权人是所有者;如果公司处于“ $x < w$ ”的状态,则工人是所有者。这就是所谓的状态依存所有权^⑩。这个简单的模型表明,所有权进而控制权的转移,是与债务的数量分不开的,若公司的债务 r 的数目较大,则公司的经营波动将可能导致所有权及控制权向债权人或工人的转移。反之,若公司没有债务($r=0$),则在这个简单模型中,所有权只可能转移给工人。当然,几乎没有一个公司是没有债务的,而债务的存在,天然地使所有权进而控制权从股东转移给债权人成为可能。

上述所有权或控制权转移模型的一个必要前提是,债务对公司进而对经理的约束必须是硬性的与有效的。同时公司在偿债上出现违约以后,面临的必须是一种较适当的破产程序^⑪。否则,如果法律不支持债权人的诉讼,或者存在行政干预,阻碍债权人行使权力,或阻止企业进入破产程序,那么上述模型便不具有意义。

其次,从收购兼并或公司股东控制权争夺的角度而言,融资结构在其中也扮演着重要的角色。一般而言,收购兼并或公司股东控制权争夺的总体关系可由图1来表示^⑫:



购并的潜在收益是指购并完成后目前的公司控制者所能获得的收益,它包括控制者股票价值的增加及其他隐性收入^⑬。控制利益是指公司控制者因控制公司资源而获得的利益,如在职消费、用人与解雇人的权力等。购并方式包括杠杆收购、标价收购和控制权争夺。购并结果指购并的成败及对公司股价的影响。购并的抵御策略则包括债务杠杆、投票权信托^⑭、目标股份回购、股份金字塔^⑮和无投票权股份等。而其中,债务杠杆比例作为一种重要的抵御购并策略,则是公司融资结构的一个最重要的侧面^⑯,它对购并方式与购并成功的可能性及购并结果均会产生重要影响。

债务杠杆之所以会成为一种重要的抵御购并的策略,原因在于债务融资与股权融资作为两种可替代的融资手段,都能为公司的生产经营活动融入资金。但是,债权的所有者并不拥有控制公司的投票权(只拥有其他的一组权利),而股权的所有者则拥有控制公司的投票权。在公司目前的控制者或其支持者拥有一定的股份的情况下,由于该控制者具有对债务融资和股权融资进行安排的权力,因此,他便可以通过增加债务融资的数量,进而扩大自己所占有或能控制的股份比

例,以抵御外来收购。

但对于公司的当前控制者而言,债务的数量并不是可以无限扩大的(即抵御外来收购并非一定是最优选择)。对他而言,他必须权衡几个因素,以确定最佳债务数量。首先,增加债务虽然减少了目前公司控制者被剥夺控制权的可能性,但同时也失去了因收购兼并使公司资源获得更好的管理,进而使目前的控制者获得更多的资本利得的可能。其次,债务因两方面因素而减少了控制者对公司的控制收益。一方面,公司债务比例的上升增加了公司破产的可能性,而破产意味着控制者将失去所有的控制收益。另一方面,债务合约往往包含很多限制获得控制收益的约束条款。第三,如简森(Jensen,1986)所指出的,债务迫使控制者承诺在未来支付现金流量,因而对控制者的控制及其利益形成了约束。

对上述因素的权衡决定了公司的融资结构,与此同时,也决定了各种购并方式的可行性。例如:较高的债务水平使得目前的控制者可以获得50%以上的股权,进而阻止任何购并的企图,这也就是杠杆收购的例子;相反,很低的债务水平可能导致成功的标价收购;中间的债务水平意味着结果是不明朗的,控制权可能由代理权竞争决定。

另外,购并方式的不同,会导致购并结果的不同,例如,与较低债务水平相连的成功的标价收购,往往会使公司的管理获得改进,因而会导致公司股价的上扬。

融资结构对收购价格及收购成功概率的影响,还可由下述模型来阐述¹⁷:设目前控制者的能力 $m=0$,其控制下公司的现金流量为 $Y(0)$ 。收购者的能力 $m=r\in[0,1]$, r 单调分布于区间 $[0,1]$ 。在收购者控制下公司的期望现金流量是 r 的函数,为 $Y(r)$ 。事件的发生分两阶段,在 $t=0$ 阶段,目前的控制者预期一个不明身份的收购者将出现,因而会选择一定的融资结构,在 $t=1$ 阶段,收购兼并发生。

假定 $t=0$ 时,目前控制者发行了面值为 F 的债务,则债务的实际价值可由 $D(F,m)$ 来表示,在管理能力为 m 的情况下,股东的期望现金收入可由下式来表示:

$$C(F,m)=Y(m)-D(F,m) \quad (1)$$

在 $t=1$ 阶段,收购兼并发生。收购者必须向目标公司股东支付的价格,可以由目前控制者控制下的期望现金流量与收购者控制下的期望现金流量加权平均而得到。这个支付价格为:

$$P(F,r)=\lambda \times C(F,0)+(1-\lambda)(C(F,r)-T),0<\lambda\leq 1 \quad (2)$$

这里 T 表示收购者必须支付的收购成本,权数 λ 与 $(1-\lambda)$ 分别代表收购公司与被收购公司的相对力量:即谈判力量,它由收购市场的竞争程度、目标公司的股权分散程度及购并市场的规则等决定。

收购者支付价格 $P(F,r)$,获得期望现金流量 $C(F,r)-T$ 。因此,利用等式(2)可知,其收益 $C(F,r)-T-P(F,r)$ 当且仅当

$$C(F,r)-T\geq C(F,0) \quad (3)$$

时,为非负。

仅在不等式(3)成立时,收购者才有激励进行收购。不等式(3)左边的值随着 r 的增加而增加,设 $r_c=r_c(F)$ 为使本次

收购有利可图的收购者的最小能力,易知 r_c 可由下式求得:

$$C(F,r_c)-T\equiv C(F,0) \quad (4)$$

利用收购者的管理能力单调分布于 $[0,1]$ 间的假定,可知收购成功的概率是债务水平 F 的函数,其值

$$q(F)=p(r\geq r_c)=1-r_c \quad (5)$$

因此,融资结构会影响收购者的收购价格 $P(F,r)$,也会影响收购得以成功实现的概率 $q(F)$ 。也正因如此,公司目前的控制者会选择一定的资本结构,以对付收购。

总之,公司的融资结构对公司的所有权转移、收购兼并以及代理权争夺具有重要的影响。从这一意义上讲,公司的融资结构是公司治理结构的重要内容,对公司的治理结构具有很大的影响。

三、不对称信息下的融资结构对公司治理之影响

关于信息不对称影响公司融资结构的开创性论述,是由迈耶和马杰鲁夫(Myers & Majluf,1984)作出的。他们认为,投资者(包括银行与股市投资者)对某一公司的内部情况及公司投资项目的了解,往往不如公司内部的控制者来得充分。如果公司通过发行股票为项目融入资金,则由于股市投资者的信息不对称,公司往往只能以低于实际价值的价格发行股票,因为新的投资者只接受这样的价格,于是原有股东的利益便受到了很大损失,这样他们也就不愿意采用发行股票的方式筹集资金。正因如此,一些好的投资项目往往无法付诸实施。

然而,如果公司拥有自有资金,或者可以向市场发行低风险的债务(如抵押债务),则毫无疑问,投资不足的问题可以得到解决。因为该两种资金筹措将不会导致原有股东的利益损失。迈耶(Myers,1984)指出,公司融资存在一种“次序等级理论”,即公司存在内部自有资金的情况下,往往先使用自有资金,然后才会使用低风险的债务融资,发行股票则是最后的选择。这种“次序等级理论”与美国1965-1982年间的企业融资结构的实际情况相符合。这段时间美国企业内部积累资金占资金总额的61%,发行债券占23%,发行股票仅占2.7%(张昌彩,1998)。

由不对称信息造成的这种企业融资次序等级,直接影响了公司治理结构的整体情况。由于绝大多数企业均主要地依靠自我积累筹集资金,因此目前资本主义国家企业的组织形式以有限责任公司及合伙制企业占据主导地位,这些企业的重要特征是所有权与经营权基本统一,企业主要地依靠自有资金进行扩张与发展。而依靠发行股票或向股东增资配股获取发展资金的股份有限公司组织形式,则占据次要的地位。只有特殊性质、特殊行业的公司,才因其他因素而采用股份有限公司形式发行股票融入资金。这些企业的重要特征是所有权与经营权呈较大程度的分离,企业因而存在比较严重的代理问题。

目前世界各国公司立法或证券立法均要求股份有限公司在新股发行时,以及在其存续期间必须进行公开信息披露。这种法定信息公开制度,加上其他非法定公开信息披露制度,如有些上市公司的定期记者招待会制度,一方面是为

了满足公众、公司、众多股东获取信息的要求;另一方面,也是非常重要,是要消除公司内部与股东之间的信息不对称,进而使公司能在需要时能进一步获得股东的合理定价的资金支持¹⁸。

四、融资结构与公司治理:中国的特点

以上对融资结构与公司治理关系的阐述,表明融资结构与公司治理存在密切的关系。然而,这一结论获取时的隐含前提是,我们分析的对象——银行与公司均为市场经济条件下的资本主义企业:银行对公司的债务约束是硬性的,而公司则不会去承担减少就业之类的政府所应承担的责任。对于目前正在努力建立社会主义市场经济体制的我国而言,该两个条件尚未能完全得到满足。除此之外,我国公司的经理持股并不普遍,股权激励的实施尚处于探索阶段。所有这些,导致了我国公司的融资结构与公司治理之间存在特殊的关系:

(一)债务软性约束情况下债务对经理约束机制的弱化。由于我国的银行商业化进程尚未完成,并且我国的主要银行均为国有银行,而政府作为国有资产的代理人,对银行的经营必然会进行干预,这样就导致了银行对企业或公司债务约束的弱化,进而也就弱化了债务对公司的直接代理人——经理的约束机制。简森意义上的债务对经理过度投资约束的作用往往无法得到实现,债务促进公司清算的作用也无法实现,而债务导致经理倾向于投资高风险高收益项目的效应却会得以实现。因为软性约束的债务是可以不偿还的债务,经理不用考虑未来现金流入的一部分须偿还债务,也不用考虑过多债务会导致支付风险进而公司破产。我国公司想尽办法向银行或个人借债,而未经充分论证便利用借债资金乱投资的现象,即民间戏称的“把公关当成本,把贷款当利润”的情形,正是债务软约束的后果,同时也弱化了债务降低委托代理成本的作用。

(二)经理股权激励机制缺位现状下的融资结构扭曲。在我国公司中,经理很少拥有股权。有些公司经理虽然拥有股权,但却往往数量很少。在这种情况下,融资结构的变化便无法调节股权激励之大小。或者说在经理只拥有极少量股权的情况下,融资结构对股权激励的调节作用不够显著,因为股权激励本身及调整后的股权激励对经理的激励作用不是很大。由于经理没有股权激励,特别地在其他激励措施如工资、奖金也不足的情况下,经理的收益以资源控制收益与在职消费为主,这样,经理便会无限制借债,以扩大帝国,增加资源控制收益与在职消费。另一方面,在我国国有企业或国有控股企业中,由于没有股权的经理的任职时间受外来因素,如政府领导变更,年龄超过 55 岁或 60 岁等的影响,往往任职时间较短,或在可以预见的将来必须离职。在这种情况下,经理会倾向于在他任职期间或即将离职前扩大借债规模。因为破产是将来债务到期时的事情,对离职后的现任经理往往不会有很大影响,倒霉的不是自己而是继任者。前述两个方面因素可能是我国国有企业债务杠杆比例过大的重要因素之一。此外,由于经理没有股权,融资结构调整对收购兼并进行抵御的功能也将会减弱。

(三)变异的企业破产程序影响融资结构的合理化。根

据我国法律的有关规定,我国全民所有制企业破产适用 1986 年颁布的《中华人民共和国企业破产法(试行)》,其他法人破产适用《中华人民共和国民事诉讼法》第十九章。在随后的 1992 年 6 月 30 日通过的《全民所有制工业企业转换经营机制条例》第三十七条与第三十九条中,对全民所有制企业的破产有进一步的规定。从上述破产法规以及我国企业破产实际执行的情况来看,我国企业破产程序存在较大的不合理性:首先,上述法规均对企业破产作出了豁免的规定,即政府有权在认为企业不宜破产时可以不让企业破产。在实际运作过程中,政府往往要求银行不对违约企业提出破产申请的要求,或者在企业面临破产时人为规定该企业与其他企业合并,以避免破产。这样,债务通过破产机制约束经营者乃至所有者的作用便无法得到发挥。其次,我国的破产法规及具体执行,将破产企业职工的安置放在非常重要的地位,远比破产债权清偿来得优先。同时由于我国企业往往有人浮于事的特征(这可能正是破产的原因所在),企业职工的安置费用较高,从而使得破产债权得以完全清偿的概率较小。于是债权人也希望企业不要匆忙进入破产程序,或者希望进入破产程序后,债权人会议能达成和解。这在一定程度上会限制债务事前约束作用的发挥。第三,我国的破产法规与破产机制对偿债优先权次序未能做出详细规定,这既不利于债务种类的优化,又不利于公司融资结构的优化。

(四)资本市场发育滞后,导致融资次序等级的倒置和现代企业制度建立的滞后。我国资本市场从 1992 年开始发展,经过几年时间的发展,资本市场规模有所扩大,但与西方市场经济国家相比,直接融资的比例仍很低。表 1 为一些国家企业的融资结构。

表 1 企业融资结构的国际比较(%)								
	时期	内部 资金 比例	外部资金比例			外部资金		
			间接 融资	直接 融资		间接 融资	直接 融资	
美国	1958-1962	65.1	34.9	14.9	20.0	100	42.9	57.1
	1980-1984	73.7	26.3	17.2	9.1	100	65.4	34.6
日本	1958-1962	24.0	76.0	56.0	20.0	100	73.7	26.3
	1966-1970	40.0	60.0	49.0	11.0	100	81.7	18.3
	1980-1984	59.1	40.9	35.1	5.8	100	85.5	14.2
英国	1958-1962	62.0	38.0	17.0	21.0	100	44.7	55.3
	1980-1984	81.1	18.9	16.7	2.2	100	88.3	11.7
中国	1986	32.8	67.2	66.3	0.9	100	98.8	1.2
	1987	30.6	69.4	68.3	1.1	100	98.3	1.7
	1988	29.6	70.4	68.5	2.9	100	97.4	2.6
	1995	21.8	78.2	73.1	5.1	100	93.5	6.5

资料来源:王玉珍:《国有企业资本结构制度分析》,103 页,北京,中国经济出版社,1999。

由表可知,美国、日本、英国等国家企业融资结构情况基本符合迈耶(1984)提出的融资“次序等级理论”。特别是美国、日本和英国这三个国家在 1980-1984 年之间的企业融资结构,更是明显地支持迈耶的论点,即企业在融资方式的选择中,最优先地选择内部融资,其次是选择间接融资(主要是银行借款),最后才是直接融资。而我国企业的情况则有很大特殊性,即间接融资的比例很大,直接融资的比例偏小,内部融资的比例也偏小。之所以会出现这种情形,一个很重要的原因是我国资本市场的发育非常滞后。极小的资本市场规模使得企业不得不只能向银行获取资金,以求得发展,而这

又导致了企业债务负担的扩大以及利息支付的增加,进而导致企业盈利的减少与自有可支配资金的减少。目前我国公司对上市发行股份的需求非常旺盛,发行股票成了企业首选的融资手段,有些企业甚至不惜花费重金争取上市额度。本来发行股份是企业融资的最后选择,而现在却成了我国企业的最优选择,其重要原因之一是我国资本市场发展程度仍很低,企业面临的是几种扭曲的融资渠道,而不是西方国家那样,资本市场的发育已很成熟,各种渠道发展已呈均衡状态。

另外,容易理解的是,资本市场发育的滞后导致了股份有限公司制度发展的滞后,从而也影响了我国企业建立现代企业制度的进程。

注释:

①例如,我国曾实施的“拨改贷”政策便表明企业的自有资金与贷款之间可以被政府决策而随意相互转化。同时政策本身还表明当时融资决策权并不在企业手中。

②本文所指的债务,应是商业化银行的或向公众发行的具有硬性约束的债务。

③经理往往倾向于过度投资,使公司的规模超过最佳规模点。这是因为扩张可以增加经理控制的资源,从而增大经理的权力。并且经理的报酬往往随着销售额增加及帐面利润的增加而增加。另外,总经理往往面临着提升中层经理的压力,而扩张可以缓解这种压力,因为公司扩张提供了新的高层职位。参见 Jensen (1986)。

④增大债务杠杆比例的方法包括支付特别红利、回购股票等。

⑤当然,债务融资的增加是有限度的,一方面公司会面临银行是否愿意出借如此众多资金的问题;另一方面负债比例的增加会增大公司破产的可能性。

⑥准确地说,应该是能随时获得百分之百的股票融资的公司,才可能免除破产清算。

⑦简森(Jensen,1993)分析了产业退出的重要性及困难性。他指出市场需求减少、公司能力扩张及原有生产组织的过时,以及许多竞争者同时使用某种生产率较高的新技术带来的产量激增使得需求无法支撑,是生产过剩的原因。他还具体地谈到了导致美国经济过剩的原因即包括宏观经济政策、技术进步、组织创新、全球贸易一体化等。同时他也论述了产业退出困难的原因,即公司成长阶段与衰退阶段的不对称(经历了成长的公司经理没有收缩的意识或准备),信息不对称(某一产业的不同公司的经理不知道自己的成本是否在同行中最大),以及合约问题(企业内有明确或不明确的合约阻止了退出)。

⑧关于状态依存所有权的论述,参见Aghion and Bolton (1992),以及张维迎(1996)。

⑨后一种假设是合理的,因为在企业破产时,工人工资的支付总是优先的。我国的破产法即有这样的规定。

⑩当然,一般情况下第一种状态依存所有权情况出现的概率最大,它是一种“常态”。

11 哈特(Hart,1995)对于最优破产程序的设计进行了详尽的阐述,他认为好的破产程序应满足三个条件,一是使现有债权人得到的收入总值最大化;二是应能给予经营者严厉惩罚,而保留债务的事前约束作用;三是应当保留要求权的优先次序。

12 参见Harris and Raviv (1988)。

13 在我国,这种隐性收入包括公司控制者在购并过程中可以获得的惊人的内幕交易收入。

14 指股东将股权的行使权委托给受托人,受托人具有排他的投票权。

15 股份金字塔指的是持股公司对下属公司只拥有略超过 50% 的股权。

16 严格地说,与购并有关的杠杆比例涉及公司的短期融资结构。公司的长期融资结构则是由税收、破产成本及代理成本决定的。参见 Miller (1977)、Jensen and Meckling (1976)。

17 参见 Isreal (1991)。

18 笔者在这里所以指出股东的资金支持必须是“合理定价”的,主要是因为对定价过高的资金而言,原有股东往往会采取抵制态度。对于定价过低的资金而言,新来的投资者会采取抵制态度,只有合理定价的资金才能为双方共同接受,使得公司不错过投资机会。

参考文献:

1. 张昌彩:《企业融资结构与资本市场发展》,载《管理世界》,1998 (3)。
2. 张维迎:《所有制、治理结构与委托——代理关系》,载《经济研究》,1996 (9)。
3. Aghion and Bolton,1992. An Incomplete Contract Approach to Financial Contracting , Review of Economic Studies ,59,473-494.
4. Diamond , Douglas ,1989, Reputation Acquisition in Debt Markets . Journal of Political Economy ,97,828-862.
5. Diamond , Douglas ,1991. Monitoring and Reputation : The Choice Between Bank Loans and Directly Placed Debt. Journal of Political Economy ,99,689-721.
6. Harris , M., and Raviv , A.,1988. Corporate Control Contests and Capital Structure . Journal of Financial Economics ,20, 55-86.
7. Harris , M. and Raviv , A.,1991. The Theory of Capital Structure , Journal of Finance ,46,297-355.
8. Hart , O., and Moove , J.,1995. Debt and Seniority : An Analysis of Role of Hard Claims in Constraining Management , American Economic Review 85,567-585.
9. Isreal , R.,1991. Capital Structure and the Market for Corporate Control : The Defensive Role of Debt Financing , Journal of Finance ,46,1391-1409.
10. Jensen , M.,1986. Agency Costs of Free Cash Flow , Corporate Finance , and Takeover , American Economic Review ,76, 323-329.
11. Jensen , M. and Meckling , W.,1976. Theory of Firm : Managerial Behavior , Agency Costs and Ownership Structure , Journal of Financial Economics ,3,305-360.
12. Jensen , M.,1993. The Mordern Industrial Revolution , Exit , and the Failure of Internal Control Systems , Journal of Finance ,48, 831- 880.
13. Miller Merton ,1977. Debt and Taxes , Journal of Finance , 32,261-275.
14. Myers , Stewart C.,1977, Determinants of Corporate Borrowing , Journal of Financial Economics ,5,147-175.
15. Myers , Stewart C.,1984. The Capital Structure Puzzle , Journal of Finance ,39,575-592.
16. Williamson , D.,1988, Corporate Finance and Corporate Governance , Journal of Finance ,38,567-591.

(作者单位:中国银河证券有限公司 杭州 310004
绍兴学院文理学院 绍兴 312000)
(责任编辑:N)