

管理学学术文库·工商管理类

公司治理与 投融资效率研究

····· 陈 敏 著 ·····



Research on Corporate Governance and
the Efficiency of Investment and Finance

华中科技大学出版社
<http://www.hustp.com>

管理学学术文库·工商管理类

公司治理与投融资效率研究

Research on Corporate Governance and
the Efficiency of Investment and Finance

陈 敏 著



华中科技大学出版社

<http://www.hustp.com>

中国·武汉

图书在版编目(CIP)数据

公司治理与投融资效率研究/陈敏 著. —武汉: 华中科技大学出版社,
2008 年 11 月

ISBN 978-7-5609-4950-5

I. 公… II. 陈… III. ①公司-企业管理-研究 ②公司-投资-研究
③公司-融资-研究 IV. F276.6

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2008)第 170105 号

公司治理与投融资效率研究

陈敏 著

策划编辑:周小方 陈培斌

责任编辑:章 红

责任校对:李 琴

封面设计:潘 群

责任监印:周治超

出版发行:华中科技大学出版社(中国·武汉)

武昌喻家山 邮编:430074 电话:(027)87557437

录 排:武汉星明图文制作有限公司

印 刷:湖北恒泰印务有限公司

开本:787mm×960mm 1/16

印张:13.5 插 1

字数:183 000

版次:2008 年 11 月第 1 版

印次:2008 年 11 月第 1 次印刷

定价:28.00 元

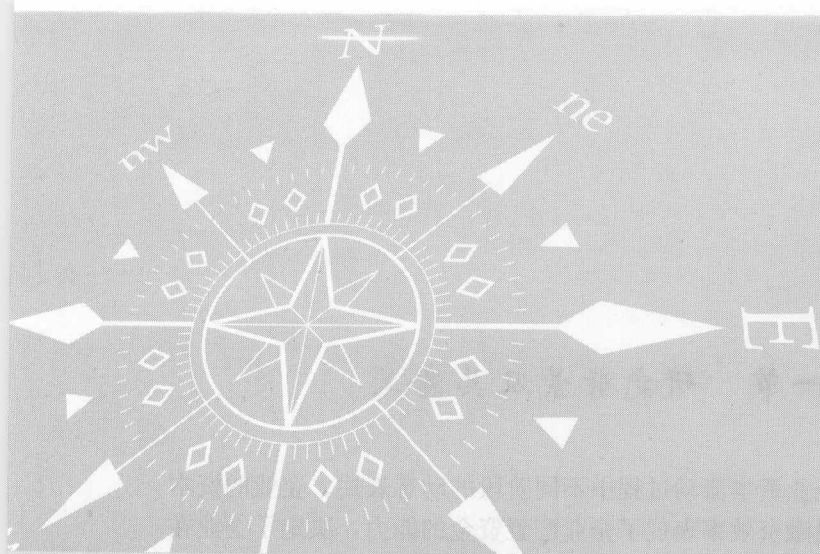
ISBN 978-7-5609-4950-5/F·423

(本书若有印装质量问题,请向出版社发行部调换)

目 录

导论.....	(1)
第一节 研究背景及其意义.....	(2)
第二节 研究范畴、基本概念及研究思路	(5)
一、研究范畴和基本概念	(5)
二、研究思路和方法.....	(16)
第一章 公司治理与投融资效率研究假设和基础理论	(17)
第一节 研究的基本假设	(18)
一、关于环境的基本假设.....	(18)
二、关于人的行为的基本假设.....	(20)
第二节 研究的基础理论	(22)
一、新制度经济学.....	(22)
二、西方企业理论.....	(25)
三、马克思主义企业理论.....	(31)
第二章 公司治理机制与投融资效率作用机理研究	(37)
第一节 对公司治理的探讨	(39)
一、公司治理的研究现状.....	(39)
二、对公司治理的进一步探讨.....	(43)
第二节 控制权悖论及其解读	(47)
一、控制权与投票立宪制.....	(47)
二、控制权来源的冲突.....	(52)
三、何谓有效的控制权配置.....	(54)
第三节 公司内部治理结构、控制权配置与投融资 的相互影响	(55)

一、完全由政府垄断市场	(123)
二、国有企业主导的垄断竞争市场	(124)
三、国有企业占主导地位的竞争市场	(126)
四、一般竞争市场	(128)
第二节 我国的控制权市场及其对公司投融资效率的影响	(128)
一、上市公司控制权转让的历史阶段	(128)
二、上市公司控制权转让方式	(130)
三、我国上市公司的控制权市场的问题	(131)
第三节 我国的经理人市场及其对公司投融资效率的影响	(133)
第五章 实证分析	(137)
第一节 案例分析:从科龙电器看公司治理与投融资效率	(138)
一、公司背景	(138)
二、控制权配置、控制权收益与投融资效率	(142)
三、科龙事件的反思	(158)
第二节 经验分析	(165)
一、上市公司融资结构的治理效应分析	(165)
二、现金融资、投资需求与治理结构	(177)
三、投资和过度投资判断	(187)
四、控制权配置与现金股利分配	(189)
第六章 结论	(191)
第一节 建立重复博弈机制	(192)
一、严格上市公司投融资行为披露义务	(192)
二、建立相应的保障制度和机构	(193)
三、建立健全投资者民事诉讼制度	(196)
第二节 改进上市公司投票制度	(197)
第三节 规范政府行为	(200)
参考文献	(203)
后记	(211)



导 论

在理论界，对投融资的研究出现了相互割裂的状况。本书认为，其根源在于未能将其与公司治理相结合。导论部分在已有研究基础之上，针对实际情况，重新定义了企业 and 公司制企业、投资和融资、效率和投融资效率等基本概念。

第一节 研究背景及其意义

投资和融资是企业资本流动过程中不同阶段的动态表述,企业的资本流动效率,即企业投融资效率表现了企业配置资金的能力,决定了企业在市场竞争中的生存状态和发展前景。同时,企业又是整个社会最为重要的微观基础,企业的投融资效率影响着社会资源的配置效率。因此,企业投融资是企业最为重要的经济活动之一,提高企业投融资效率一直以来都是经济学与管理学研究的重要课题。从理性的角度来看,投资与融资是相互关联的,投资是融资的目的,而融资是投资的前提条件。然而,长期以来,无论是在理论研究中,还是在实际经济活动当中,二者却一直处于某种程度的割裂和非均衡的发展状态。

在古典经济学框架下,由于信用条件不发达,企业内部储蓄被经济学家认为是企业资金的唯一来源,强调企业储蓄对资本形成和经济发展的积极作用。自从凯恩斯革命开始,古典经济学的储蓄论逐渐被凯恩斯主义经济学的投资理论取代。凯恩斯主义经济学认为,投资能产生自己的储蓄,投资决定储蓄,储蓄与投资相等决定国民收入均衡,收入实现投资与储蓄的均衡。凯恩斯主义经济学注重的是投融资的总量分析,忽略了从融资到投资的中间转化过程分析。构建于新古典经济学框架下,由莫迪利亚尼(Modigliani)和米勒(Miller)创建的MM理论提出了资本结构无关论。MM模型证明,在资本市场完善——自由进出、信息充分、不存在交易成本和税收的情况下,融资结构的选择和企业的价值无关。^①传统的西方资产投资理论则假设投资项目之间的价值是可加的,也就是说,企业的价值等于企业原有资产的价值加上投资项目的价值,因而投资决策的问题就简化为判断投资项目的净现值是否大于零的问题,企业投融资决策仅仅是资本成本、投资收益率的确定和比较问题。纵观西方企业投融资理论的发

① Modigliani F, Miller M. The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment [J]. American Economics Review, 1958, 148: 261-297.

展,可以看到在宏观经济学中,投资与经济增长、充分就业的关系一直是备受关注的领域,研究也较为深入。但在微观经济学中,融资理论与投资理论一直没能很好地结合在一起,企业投融资理论因为受其假设前提所限,其发展一直局限于技术操作层面,投融资决策在很大程度上只是计算问题。

为什么理论研究中会出现投融资相互割裂的状况?究其原因,这并不单纯是投融资研究本身的问题,而是因为投融资没有和企业治理联系起来,或者说,投融资理论是在“企业管理”的理念框架下发展的。企业治理及其基本的制度形式是产权制度,而企业管理最基本的制度形态是组织制度。组织制度体现了企业技术属性的要求,任何类型的企业都要建立起自己的管理机构,并解决其机构如何建立、彼此职责如何划分等问题,这属于管理学研究的范畴。那么,在这样一种框架下,由企业投融资所导致的对企业产权结构的影响,以及企业产权结构对企业投融资行为和效率的影响就被忽略了。^① 投融资被简化为成本收益的比较,成为一个技术问题。随着企业产权结构变得越来越复杂,企业治理的重要性日益突出,但为什么要研究企业治理,它因何而来,又为何而重要,这些问题要得到深入的研究和阐述,必须与企业投融资相结合。因为,企业融资决定了企业利益相关者之间的权利、义务关系,是治理机制的基础;企业投资决策和运作过程就是治理机制运行的过程,治理机制对企业投资有着重要的影响。企业价值来源于企业投资,完善企业治理的目标之一就是改进投资决策;反过来,投资效率又对融资产生反作用。企业投融资和企业治理逐步结合,由此开创了投融资研究的新领域。最初的突破口就是传统投融资理论体系脱离现实的假设条件,通过不断地放松这些假设,并吸取信息经济学和新制度经济学等学科的精华,企业投融资理论,主要是融资结构理论,取得了长足进步,并衍生出多个分支,其中最为引人注目的是由詹森

^① 当然,在当时的历史条件下,企业最主要的组织形式就是业主制,在这种组织形式下,企业的产权关系简单,企业治理没有得到重视也是必然。

(Jensen) 和麦克林 (Meckling) 开创的融资结构的契约理论。^① 现代契约理论表明, 融资结构的选择通过不同的因素影响企业的市场价值, 这些因素又分别被概括为激励理论、信息传递理论和控制权理论。^② 投融资相互关系的研究也取得了一定的进展, 如“投资不足”和“投资过度”现象与融资决策的关系等。相对而言, 企业融资理论由于和企业价值、企业治理等问题有着必然的联系, 得到了较为全面和深入的研究。但是, 目前的理论研究大多还局限于这一层面, 其他方面仍然较为薄弱。

在我国企业的实践中, 投融资效率问题在最近一二十年才逐步得到重视。在财政主导型投融资体制下 (1949—1984), 国家始终保持资金分配过程中的中心地位: 企业实行“统收统支”, 收支全部上缴财政, 投资活动由政府计划安排, 投资来源由政府全面拨款, 企业只是执行国家生产计划的微观生产单位, 企业由国家所有, 产权关系简单, 也无需企业治理, 只要对企业进行生产管理即可, 企业无投融资自主权, 更无效率可言。改革开放以来, 我国逐步形成银行主导型投融资体制 (1985—1995), 这一制度在一定时期促进了经济的快速增长和国家经济实力的提高。企业成为投资主体, 居民成为储蓄主体, 银行成为储蓄转变成投资的中介机构。但企业融资基本上依靠银行贷款, 易导致融资风险的最大化。同时, 由于企业和银行的“同源性”, 银行并不能发挥应有的治理作用。企业经营不善时难以借助其他融资渠道改善融资结构、分散风险和转移风险。而国家为了政治目的, 如降低失业率、保证社会稳定等, 即使企业经营不善, 到期难以还本付息, 仍要求国有银行必须对企业进行贷款支持。企业高负债经营, 银行对企业信贷的软约束, 使银行资产不良现象严重。经过多年的改革, 我国企业逐渐形成以银行为媒介的间接融资方式为主、证券市场直接融资为辅、财政融资和其他融资相结合的融资渠道多元化的融资体制

① Jensen M C, Meckling W H. Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Cost and Ownership Structure [J]. Journal of Financial Economics, 1976, 13: 305-360.

② 张维迎. 公司融资结构的契约理论: 一个综述 [J]. 改革, 1995 (4): 109-116.

(1996年至今),证券市场在我国得到很大的发展,直接融资的适度发展对于间接融资具有重要的补充和促进作用。在从传统计划经济体制向市场经济体制的历史性转变过程中,我国已经初步形成了证券市场的基本框架,证券市场的发展有了长足的进步,对改进整个国民经济的运行效率产生了积极的影响。我国建立证券市场的初衷是为财政和企业筹集资金,从证券市场现阶段的功能发挥来看,应该说这一初衷得到较好的实现。但证券市场的功能不仅仅在于筹集资金,更深层次在于促进资源优化配置和完善企业治理机制。然而,从整体上看,目前我国证券市场的资源配置功能还没有充分发挥出来,企业治理在形式上与发达的市场经济国家接近,但只是“形似”而非“神合”。企业融资方式丰富了,投资效率却在下降;“内部人控制”、“一股独大”等问题至今没有得到很好的解决;投资不足和投资过热交替或同时出现,投融资效率低下已危及整个国家的金融安全,这些问题必须从企业治理来寻求根源和解决的途径。

现有理论研究的不足和实际经济运行中所产生的问题都迫切需要对企业治理和企业投融资效率进行更深一步的研究,这正是本书研究主题的意义所在。这一领域内已有的研究的局限性在于或单纯研究融资效率,或是从宏观角度研究投融资制度,或是从实用操作的角度讨论投资和融资的方法,缺乏从理论上对企业治理、企业投融资效率及其互动关系的研究。本书希望能从这些方面进行探索并作出贡献。

第二节 研究范畴、基本概念及研究思路

一、研究范畴和基本概念

(一) 企业、公司制企业

投资与融资往往是相伴而生的,某一主体的投资过程通常就是另一主体的融资过程,如企业发行股票融资,对企业而言是融资,对股东而言则是投资。因此,有必要明确地界定研究范畴。由于公司制企业在现代经济

生活中居于主导地位，根据研究目的，本书的投融资主体限定于公司制企业。

企业的定义随着实践和理论的发展而发展着。企业理论最初是以工厂为对象的，是从工厂的最初形式工场手工业时期开始的，而这也正是政治经济学的确立时期。但是，“正像工厂处在最初阶段一样，企业理论在古典经济学中也只是做些个别的阐述，甚至连‘企业’这样一个概念还没有出现”^①。这一时期的古典经济学的杰出代表亚当·斯密（Adams Smiths）在其《国民财富的性质和原因的研究》一书中论证了分工对工厂的决定。他认为，分工创造的生产力是工厂存在的原因，而工厂的规模受市场范围的限制。老制度学派的代表凡勃仑也曾给企业下过定义，他在《企业论》中指出：“企业动机是金钱上的利益，它的方法实质上是买和卖，它的目的和通常的结果是财富的积累。”^②即企业是以赢利为目的、以买卖为手段的经济组织。新制度学派从不同的角度对企业下了不同的定义。概括地说，新制度学派有以下几种观点。①企业是一系列契约的联结点或联结体。企业内部当事人之间所结成的契约关系是一种不可能事先确定所有内容和具体结果的，不能一次性结清的契约关系。企业的契约不同于市场，它是不完备的。企业契约是一种协调劳动分工的形式。②企业是具有内部分工和专业化的经营单位，不同于不存在内部分工和专业化的原子型的经营单位。③企业是具有不同等级的科层制组织，其特征是有严格的等级阶梯，有明确的职责和权限划分，有自上而下的集中统一指挥，按照生产力原则选择管理者等。科层制组织以其信息传递的准确性、组织控制的严密性，以及崇尚个人能力的组织原则，适应了经济的发展趋势的要求。对企业的本质认识最为深入的是马克思。马克思把企业看做一种在分工基础上构建起来的群体性协作的生产经营组织。马克思在《资本论》第一卷第十三章中，通过对“工厂”的分析，指出企业同时包含着生产力和生产关系两个方面，具有两重性，企业首先是生产力的组织，同时又体现着一定社会制度下的生产关系，企业在任何情况下都无法摆脱社会制度的烙印。从

① 白津夫. 企业理论发展阶段研究 [J]. 学习与探索, 1995 (1): 28-34.

② 凡勃仑. 企业论 [M]. 蔡受百, 译. 北京: 商务印书馆, 1959: 11.

分工-协作的层面上看,企业是生产力组织;从产权-利益的层面上看,企业可视为生产关系;从决策-调节层面上看,企业是衔接生产力和生产关系的桥梁和纽带。目前,在我国理论界,尽管人们对企业的定义各陈一词,但就以下几点人们基本达成了共识。①企业是产品或服务的提供者或生产者。这是企业区别于其他社会组织和消费者的主要标志。企业在广泛而复杂的社会需要中承担着一定的分工任务,根据专业化分工和社会化协作的特点,在技术上自成一个独立的生产体系;企业是整个社会经济的一个基本单元,一方面它是国民经济力量的指示器,另一方面它的发展状况直接影响着社会生产力的发展。②企业是一个组织,是由若干成员组成的、有一定组织结构的有机体,其内部成员或部门间的分工协作不是通过价格机制来进行的,而是通过科层组织进行的。这是企业区别市场的主要标志。③企业是具有经济利益的经济实体,具有独立性;它从事商品生产活动,所提供的产品(劳务)必须满足一定的社会需要,并受市场的制约;企业的活动以营利为目的,企业目标和企业劳动者的个人目标具有一致的一面,也具有利益相矛盾和冲突的一面;企业具有独立的经济利益,它通过交换与其他生产单位以及消费者发生经济联系,企业实行独立核算、自负盈亏;企业在经济活动中具有“法人”地位,它能够主动积极地发展壮大自己。非赢利地提供公共产品、不能自负盈亏的生产组织不是企业。有独立经济利益的经济主体,是企业区别于其他生产组织的标志。④本书对于企业的分析与研究便是建立在这几个基本特点之上的。

企业在不同的历史时期有不同的内涵和形态。从企业制度的发展历史看,它经历了两个发展时期:古典企业制度时期和现代企业制度时期。在现代公司产生以前,企业的主要制度形式有两种,即业主制和合伙制。公司制企业就是通常人们所说的现代企业制度,是现代经济生活中主要的企业存在形式。在最简单的公司制企业中,公司由三类利益主体组成:股东、公司管理者(或经营者)、雇员。与传统企业或古典企业相比,公司制企业具有三个特点:①公司制企业是一个独立于出资者的自然人形式的

① 张银杰,《马克思主义企业理论与西方新制度学派企业理论的比较》[M].北京:经济科学出版社,1999:9-12.

8

(二) 投资

投资兼有名词与动词两种词性。从动词来看,投资是一种行为或过程,如《辞海》对投资的定义是:“企业或个人以获得未来收益为目的,投放一定量的货币或实物,以经营某项事业的行为。”^③《不列颠百科全书》第八卷定义:“投资是指在一定时期内期望在未来能产生收益而将收入变换为资产的过程。”^④从名词来看,投资是指所投的资本或所投的对象,典型的代表如萨缪尔森等的观点:“投资(或资本形成)是由一国建筑、设备和存货存量的增加部分构成的。”^⑤而本书的研究重点将从行为的角度研究企业投资。

经济学上，对于投资主要围绕“金融”和“经济”两重含义进行研究。所谓“金融”意义上的投资是指证券投资。如杜格尔（H. E. Dougall）和科里根（F. J. Corrigan）合著的《投资学》中指出：“从投资者或资本供给者的观点来看，投资是投入现在的资金以使用利息、股息、租金或退休金

① 李维安. 公司治理 [M]. 天津: 南开大学出版社, 2001: 10.

② 由于公司制企业在现代经济生活中占据着主导地位，因此本书所讨论的企业基本上为公司制企业，某些地方使用企业一词只是采用通行的术语而已，一般情况下不作区分。但这并不意味着本书的分析只限于公司制企业，因为很多问题是企业共同面对的。

③ 辞海 [M]. 上海: 上海辞书出版社, 1999: 815.

④ 不列颠百科全书（第八卷）[M]. 北京：中国大百科全书出版社，2001：413.

⑤ 萨缪尔森, 诺德豪斯. 经济学 [M]. 12 版. 高鸿业, 译. 北京: 中国发展出版社, 1992: 182.

等形式取得将来的收入,或者使本金增值。”^①同时,杜格尔和科里根又对“金融”意义和“经济”意义上“投资”的区别与联系进行了详尽的阐述:“从这种金融的立场出发,储蓄和投资是否用于经济意义上的‘生产性’用途是无关紧要的。其收入用于毁灭性导弹的政府债券和筹资扩大设备的公司出售的新股份对于投资来说是一样的。从金融的观点来看,无论是投资者从别人那里买进证券,还是把资金用于新的资产,都没有关系。在‘公开’市场上买进‘二手’证券,如债券、股份或抵押契据,和购买为新增资本而发行的证券,作为投资并没有多大区别。实际上,一般意义上讲,大多数投资都是金融资产在其所有者之间的转让。关于投资本质在金融意义上或是在一般意义上的这些意见,明显地不同于它在经济意义上的含义。后者含有这样的意思,即它是以新的建筑、新的生产者的耐用设备或追加存货等形式构成新的生产性的资本。……无论如何,投资的金融上的含义和经济上的含义是有联系的。个人储蓄的一部分,或是直接或是通过机构流入资本市场,用于提供新的永久资本。作为供给者的投资者和作为长期资金使用者的投资者从而在市场上找到了相会的场所。”^②萨缪尔森(P. A. Samuelson)等也指出:“对于经济学家而言,投资意味着耐用资本品的生产。而对于一般人而言,投资常常是指用货币购买几张通用汽车公司的股票或开立一个储蓄户头。请不要将‘投资’一词的这两种不同用法混淆起来。如果我从我的保险柜里取出1 000美元把它存入银行,或者购买政府债券,那么从经济学的含义来讲,并没有投资发生。所发生的只是我将一种形式的金融资产转变为另一种形式的金融资产。”^③可见,在经济学家看来,“经济”意义上的投资主要是指实物资产的增加。对企业来说,投资的目的在于获取利润,那么,无论是哪种投资,只要能够为企业带来经济利润,企业都可以进行,因而本书并不区分是“金融”还是“经济”意义上的投资。同时,企业的投资将受到其融资的约束,因为没

①② 赫伯特·杜格尔,费朗西斯·科里根. 投资学[M]. 任维秀,等译. 北京:中国人民大学出版社,1990:3,4.

③ 萨缪尔森,诺德豪斯. 经济学[M]. 14版. 北京:北京经济学院出版社,1996:778.

10

融资，简而言之，就是资金融通。资金是企业的血液，融资是企业展营活动的前提，其根源在于货币的一般等价物的特性。企业只有在有金之后才能到市场上获取进行生产活动所需要的要素。

② 陈万江, 郭丹. 现代企业融资方式与技巧 [M]. 成都: 西南财经大学出版社, 2001: 1.

1. 融资与筹资

对于融资和筹资,有的学者认为二者是等同的,如贺琼、程希骏认为:“企业融资也称筹资,它是指企业通过各种途径和方式筹措企业生存和发展所必需的资金的活动的。”^①但是,大多学者认为二者是不同的,不过对不同的方面有着不同的看法。如张昌彩认为:“筹资包括内源融资和外源融资,而融资仅包括外源融资,融资包含在筹资概念之内。”^②张宗新则认为:“相对于筹资而言,融资是一个更为严格的概念,融资不仅包括资金的有效筹集,而且更重要的一点是融资内涵还包括资金的使用效率,即金融资源的配置效率。而筹资的概念,只注重融资的第一层含义。”^③本书认为,筹资注重的是融通资金行为的本身。而在资金融通过程中,随着资金的流转,更为重要的是,附着在资金上的产权也发生转移,因此,融资的重要性不仅仅在于其引致了资金的流动,更在于它促使各种权利的转移。融资正是通过改变企业的产权结构而对企业的各个方面产生重要影响。

2. 融资与投资

有不少学者将投资部分或全部的内涵归并于融资,如前述陈万江、郭丹的观点。万解秋认为,企业融资是“企业获得资本的过程”,“它在企业资本形成中包含了投资、筹资、集资等范畴。从形成的方式与渠道看,它可以分为内源融资与外源融资两种形态”。^④不难看出,这种看法存在着前后矛盾。卢福财认为融资包括融入和融出,^⑤但是,在研究融入时是针对企业而言,在研究融出时是针对金融机构而言,造成了研究主体的不一致。高友才则认为投资分为两种,一是投资于企业自身的生产经营活动,二是投资于其他单位。投资于其他单位的资金在一定时期内将流出企业,即把资金的使用权暂时出让给资金需要者,从而构成融资的一部分。企业

① 贺琼,程希骏.企业投资与融资决策[M].北京:科学出版社,2000:27.

② 张昌彩.中国融资方式研究[M].北京:中国财政经济出版社,1999:6.

③ 张宗新.中国融资制度创新研究[M].北京:中国金融出版社,2003:4.

④ 万解秋.企业融资结构研究[M].上海:复旦大学出版社,2001:18.

⑤ 卢福财.企业融资效率分析[M].北京:经济管理出版社,2001:6.